西方学术译丛

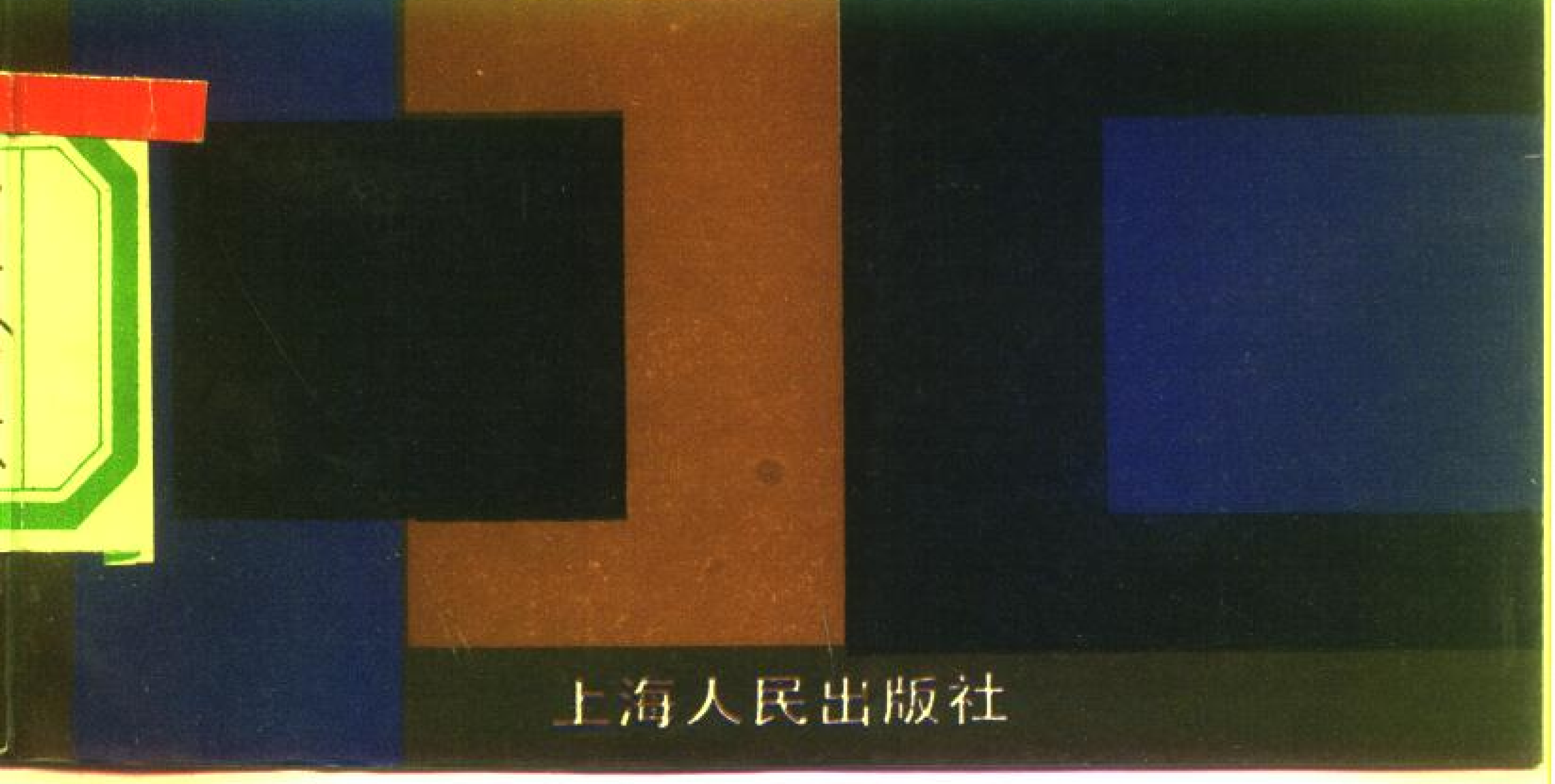
A PROGRAM FOR MONETARY STABILITY

MILTON FRIEDMAN

货币稳定方案

HUOBI WENDING FANGAN

(美)米尔顿·弗里德曼 著　　宋 宁、高 光译



上海人民出版社

A Program for Monetary Stability

Milton Friedman

责任编辑　黄明辉
封面装帧　袁银昌

·西方学术译丛·

货币稳定方案

〔美〕米尔顿·弗里德曼著

宋宁　高光译

上海人民出版社出版、发行

（上海绍兴路54号）

新华书店上海发行所经销　常熟第四印刷厂印刷

开本 850×1156　1/32　印张 4.75　插页2　字数 104,000

1991年6月第1版　1991年6月第1次印刷

印数 1-3,000

ISBN 7-208-00398-X/F·87

定价3.10元

中译本前言

本书著者米尔顿·弗里德曼教授(Milton Friedman 1912—)是美国当代著名经济学家,当代资产阶级经济学的一个重要流派——现代货币主义的主要代表人物。他曾长期执教于被称为保守派中心的美国芝加哥大学,一度担任过美国经济学会会长和尼克松政府的总统经济顾问委员会委员,1977年从芝加哥大学退休,现为美国斯坦福大学胡佛研究所高级研究员。1976年,鉴于他在"消费的分析和在货币的历史与理论方面的成就,以及他论证了稳定经济政策的复杂性",瑞典皇家学会授予他诺贝尔经济学奖。

作为经济学家,弗里德曼主要致力于货币理论和政策的研究,在这方面的著述颇多。除本书外,主要还有:《价格理论:一个假定题目》(1962年)、《1867——1960年美国货币史》(与安娜·斯瓦茨夫人合著,1963年)、《通货膨胀:原因与后果》(1963年)、《国际收支:自由汇率还是伸缩汇率》(与罗伯特·弗·鲁萨合著,1967年)、《美元与逆差:通货膨胀、货币政策与国际收支》(1968年)、《货币最优数量及其他(论文集)》(1969年)、《货币分析的理论结构》(1971年)、《价格理论》(1976年)等。此外,《实证经济学论文集》(1953年)、《消费函数理论》(1957年)、《资本主义与自由》(1962年)、《自由选择》(1979年)等,也是他在经济理论方面的重要著作。

在如此洋洋大观的著述系列中,不乏理论巨著。与之相比,本书不过寥寥十万余言,很不显眼。然而,本书的特色正在于它

GDZ87/24

的简洁明瞭。著者在这里撇开了复杂的货币理论问题，仅仅探讨了实现货币稳定从而经济稳定的体制和政策。在书中，他从总结美国货币体制和政策的历史经验入手，系统地分析了各个时期的货币政策及其各种工具的利弊得失，集中地阐述了自己的货币政策建议以及改革美国货币银行体制和货币政策工具的设想，笔锋犀利，逻辑严谨，阐述雄辩，言简意赅。正因为如此，读者，尤其是那些关心货币政策，而又无暇对其货币理论深加探究的读者，可以从本书中对他的货币政策思想得到一个概要的了解。

这本书初版于1960年，迄至1980年已八次再版，这本中译本采用的是第八版。全书共有四章。在第一章“货币政策的背景”里，弗里德曼通过考察控制货币安排作为一项政府职能的起源以及政府行使这项职能的历史，简要地分析了自19世纪30年代以来历次经济周期与货币存量变动的关系。由此，他得出了一个结论：经济的不稳定，是由货币的不稳定造成的或加剧的，而货币之所以不稳定则又是由于政府未能提供一种稳定的货币体制。因此，“中心的问题，不是去建立一套高度敏感的，能不断消除由其他因素所导致的不稳定的工具，而是宁可去防止货币安排本身成为一个不稳定的根源”。这一点，实际上就是本书的主旨所在。

在第二章“联邦储备系统的工具”里，作者对联邦储备系统调控货币供应量的各种政策工具及其在实际生活中运用的效果，进行了具体分析，指出了它们各自在实践中的利弊得失。他认为，对于有效地控制货币存量的变动来说，唯有公开市场活动是有能力而又足有成效的政策工具，再贴现业务是满足早期时代需要但现已过时了的一个遗物，至于改变准备金要求，则是一个在技术上有缺陷的工具。通过对上述货币政策工具所作的比

较分析，弗里德曼提出了改革美国的银行体制，使货币政策工具简化而更有效率的建议。

在第三章“债务管理和银行业的改革”里，弗里德曼主要探讨财政部的债券政策与联邦储备系统的货币政策两者的协调关系及其对货币稳定的影响。他首先以现行货币银行体制不变为前提，提出了通过改进债券发行办法使财政部的债券业务与联邦储备系统的货币业务在同一货币政策目标下协调一致的若干建议，紧接着对现行的部分准备金银行体制的缺陷进行了分析和批判，提出了自己的改革建议：以百分之百的准备金体制代替部分准备金体制，并且对准备金支付利息。他认为，这样做的结果就能提供一种自动实现货币稳定的机制，从而完全避免由于货币持有者改变其欲持有的货币形式，或由于银行改变其欲保有的资产结构所引起的货币供给的不稳定，也能更加有效地实现联邦存款保险制度的各项目标，同时，由政府的货币安排所带来的对私人活动的干预会更少。

在第四章“货币政策的目标和准则”里，弗里德曼主要阐述货币政策的准则，他从稳定国内金融的客观要求出发，论述了国际货币政策与国内货币政策的协调关系，最后分别就国际货币安排和国内货币安排提出了两项重要的政策准则：放弃金本位制并用浮动汇率去代替固定汇率；按一个“简单规则”来调节国内货币存量，即“年复一年地按一个固定不变的速率去增加货币存量，而不为了满足周期的需要使这个增长率发生任何变化”。在关于国际货币安排与国内货币政策的协调问题上，这位凯恩斯主义的批判者赞成凯恩斯的一个观点，即固定汇率制度与国内货币政策的独立性不相容。但他进一步指出，这样一种汇率制度将使美国的国内货币政策从属和受制于调节国际收支关系的需要，它所引起的黄金流动对国内货币存量的调节来说，是一

个不稳定的因素。因此必须以浮动汇率取而代之。接着，弗里德曼着重论述了国内货币政策。在他看来，货币当局的职责是给经济的稳定提供一个稳定的货币背景，而它可以有效地控制并承担最基本的责任的最重要数量，即货币存量。那么应怎样控制货币存量从而使货币政策成为促进稳定的工具呢？传统的做法，或者说凯恩斯主义的政策是，把利率的变动作为货币政策的指南，采取“逆风向”的货币政策——根据经济周期的变动来调整货币存量以降低或提高利率，从而影响投资。弗里德曼批判了这种做法。在他看来，货币当局应当实现的目标是价格水平的稳定而不是利率水平的降低和充分就业。为此，必须放弃把所谓“逆风而动”或“反周期的货币供应量的变化”等“陈规老套”作为货币政策的准则。他指出，在实践中，由于从货币存量的变动到其效应的产生之间存在“时滞”，由于人们很难预料未来的经济风向将会朝着哪个方向变动以及程度如何，也根本没有什么方法可以准确无误地决定需要什么样的货币存量波动来消除利率的波动。因此，“逆风而动”的货币存量调整，不是来得太慢，就是来得太猛，结果往往适得其反。除了加剧经济波动和造成通货膨胀的压力外，还会由于货币当局的判断失误和态度变化而使货币供给的不连续的、过度的增加本身，成为经济不稳定的根源——“严重干扰经济稳定的问题是急剧而又巨大的价格波动”。正是从这个认识出发，弗里德曼提出了上述简单易行而又唯一可行的“规则”作为货币政策的准则，目的是使货币供给的增长率与一个大致稳定的长期价格水平相适应，避免通货膨胀。

弗里德曼相信，如果他在本书中提出的改革建议得到实行，那么将会得到的主要收获是：“第一，有效地保证抵御主要的货币动乱；第二，明显降低短期的货币不确定性和不稳定性；第三，

在分配资本方面为私人的进取精神和事业心赢得更宽阔的余地。”

他山之石，可以攻玉。本书的分析对象是现代资本主义经济，即高度发达的商品货币经济。著者在这里对货币问题所作的某些分析，实际上反映了货币经济的一般共性，读者可以获得关于美国货币金融政策方面的基本知识，加深对西方经济运行机理的理解。

这本著作在美国前后八次改版、持续行销不衰，足以证明它具有较高的实践意义和学术价值。译者宋宁和高光两位同志花了大量时间把它译成中文交付出版，这是我国经济学界一件值得高兴的事。希望这部译著的出版，对我国当前的经济体制改革，特别是货币金融体制改革以及在发挥货币金融政策的作用去促进国民经济的发展方面能够有所裨益。

刘涤源

1987年于武昌珞珈山

序　言

货币问题——一个间接交换制度的副产物——长期困扰着世界上许多国家。货币问题不仅导致经济的不稳定性和不确定性，而且也导致政治危机。历史上这样的例子是屡见不鲜的。就我们美国自己的经验来说，历史上几乎没有一个时期，经济不是受这种类型或那种类型的货币病痛所缠绕着的。

比方说，可以考查一下我们这一时代所遇到的更为突出的那些货币动荡，即我们过去30年左右所遇到的货币动荡。1929年的金融大崩溃留给我们的，是一个实质上不复存在的货币银行体制。1933年以后，虽然这一体制在支持我们的货币银行机构方面做出了某些成绩，但其本身却不足以帮助我们去逃脱持续于整个30年代的通货紧缩和大规模失业。

当然，在40年代的10年中，钟摆是朝着另一方面摆动的。随着第二次世界大战的爆发，特别是美国在1941年直接卷入战争以后，我们一直进行着反通货膨胀的努力，但这种努力充其量也只是获得了部分的成功。受联邦储备系统支持的公债价格，战时的军事开支，战后投资的高涨，以及由从战时获得的流动资产为背景而在战后变成了的对消费品的需求，这些因素合在一起，导致了整个战时及战后初期的价格上涨。

1948年以后，通货膨胀虽有所缓和，但1950年以后的一段时间，由于爆发了朝鲜战争，通货膨胀又趋严重。1953年下半年，1954和1955年全年，价格则保持相对稳定。但到1956年，

一个新的刺激因素又使通货膨胀抬头。这在很大程度上受另一个投资高涨的影响，当时通货膨胀已经有了这样的势头，以致于在面临 1957—1958 年的衰退之际，它仍引起了价格的上涨。

在“莫尔豪斯·埃·艾克斯·穆勒”系列讲座第三讲中，弗里德曼教授的目的当然不是去寻找一条可以根除导致货币动荡的所有不确定性和不稳定性的公式，正如他自己指出的，因为这些问题乃是“进步和变革不可避免的伴随物”。然而，通过修正，有时候完全改革现行的货币和银行安排来进一步减轻经济的大规模波动，则是有可能的。应该着重指出，这正是弗里德曼教授赋予自己的任务。

多年来，人们相信，货币纯粹是一个被动的因素，它本身不能对经济情况的进程产生任何可以估价的影响。但现在所有这些看法已经改变了。今天，越来越多的人认识到，货币在增进各国的经济繁荣方面确实是重要的。要取得价格稳定，充分就业，经济的平衡增长及其他必不可少的经济目标，我们的货币和银行金融机制就绝对有必要在取得这些目标时保持同步运行。

弗里德曼教授相信，对货币金融改革的任何讨论都必须明确政府所发挥的作用——即政府的“对私人个体增加的限制，应当授予政府机构的种种权力，以及应当指导政府使用这些权力的准则。”改革我们现行货币和银行安排的任何尝试都必须建立在充分理解政府首先要在这方面采取行动的理由、目的及其成功的记录。我们对这些因素都应做深入地的考。

最近，人们在联邦储备系统工具袋中发现了一些改革货币工具的有趣建议。这些建议出自一些特别有说服力的观点，并得到了支持。在这些建议中，有一个更为激进的说法，这就是让联邦储备当局取消他们的两个数量控制工具——再贴现和调整法定准备金要求。弗里德曼教授相信，联邦储备系统的公开市

场活动完全足以调节货币供应量，根据他的估计，联邦储备政策应该调节的变量乃是货币存量而不是利率水平。他感到，控制利率乃是超出了货币当局的权限的控制。如果这个前提确立的话，则我们就不难理解他的立场了，因为，正如他所指出的那样，“再贴现和调整法定准备金对于控制货币供给来说，都是技术上的拙劣手段”。这一观点，以及他在本书中所阐述的许多其他观点，都很有可能在专业性的经济学圈子内外引起较大的争论。

在阐述其货币和银行改革的观点方面，弗里德曼教授写得十分清晰有力，并且毫无疑问地坚信他有这样的能力，即用一种鲜为今天经济学的学者所能运用的方式去理解并分析货币量和银行业务问题。当然，还不能预言弗里德曼教授所提出的这些建议是否会实行，是部分实行还是全部实行。但如果这些建议不能得到实行的话，则决不应归咎于其推理上的前后不一致或逻辑缺陷的问题。相信这本富于启发性和挑战性著作的读者对这一点，也仅是这一点，是会同意的。

约瑟夫·阿·卡曼罗嘉纳

1957 年 12 月于福特海姆大学

政治经济学与社会科学系

前　　言

1959年10月，我很荣幸在福特海姆大学的莫尔豪斯·埃·艾克斯·穆勒系列讲座上做了演讲，这次演讲略为修改和扩充以后，便成为今天的这本书。书中所提出的有关货币改革的建议，以及为了证明这些建议所列举的例子，很大程度上是我近年来在货币领域内进行研究的副产品。对美国货币供应的长期及周期性影响的广泛研究（现在这一研究已趋于完成）是在国家经济研究所（National Bureau of Economic Research）的赞助下，由我和安娜·斯瓦茨夫人密切协作进行的；另外，这一领域的许多研究项目，是我与芝加哥大学的货币和银行研究班的成员合作进行的。虽然我的这一研究许多应归功于与我一起工作过的同事，但我在这里对政策所发表的观点则只由我个人负责。

我应该很好地感谢斯瓦茨夫人。除了对基础研究所做的贡献外，为了准确起见，她检查了我初稿的细节，纠正了其中的差错，并对内容和结构上的广泛问题提出了许多有益的建议。我也从我的妻子罗斯·迪莱克特·弗里德曼，以及其他一些朋友，包括加里·贝克，阿瑟·F·伯恩斯，约翰·迪弗，阿龙·迪莱克特，哈里·G·约翰逊，鲁本·凯塞尔，大卫·梅塞尔曼，以及乔治·J·斯蒂格勒等对本书初稿的评论中获益匪浅。在福特海姆的演讲后，以及在货币银行研究班几次会议以后的讨论，对于指导我在准备将此演讲稿交付出版的时候所进行的最后修改是

极为有用的。我也该感谢国家经济研究所的马克·韦尔和汤·于登平在计算和其他方面所提供的协助。同时也感谢国家经济研究所的欧文·福尔曼为我准备了第一章的图表。感谢芝加哥大学的阿莉斯·门罗和桑德拉·斯沃德为我提供了上述的秘书协助并做了许多其他的工作。

在威廉·T·霍根等的有力帮助下，解决了演讲过程中所遇到的每一个难题。从一开始邀请我来做演讲到演讲结束，他都考虑得极为周到，尽善尽美。这样留给我的问题就只是：我在演讲中该说些什么？福特海姆大学出版社的埃米莉·斯科斯贝雷小姐以及爱德温·埃·奎因在演讲集的出版方面也同样提供了很多帮助，我应该好好地感谢这三位。

米尔顿·弗里德曼

1959年12月16日于芝加哥大学

目　录

第一章　货币政策的背景

过去30年里，在关于经济变化中货币因素所起的作用问题上，人们首先看到了一场针对先前被公认的那种经济思想的彻底革命，接着，人们又看到了一场相反的革命，这场革命现在尚未完成，但仍可望是同样彻底的。在本世纪30年代早期的大萧条以前，人们所信奉的经济学说很重视货币存量，认为它是货币收入水平和价格水平的决定性因素。大萧条酝酿并产生了一场思想革命。然而，根据对以往的反省，这场萧条悲剧性地验证了货币因素的能量——从1929年到1933年，货币存量下降了1/3——货币当局没有能够阻止这场萧条的发生，被人们认为是他们无法做到这一点的验证。于是，下述观点流行起来了："货币无关紧要"；货币存量是经济变化的一个纯粹被动的伴随物，它除了可以在有限的范围内影响市场利率外，并不起独立的作用，它本身只具有次要的意义。因此，人们指定给货币政策的唯一作用便是：当人们确定地预计到未来的主要问题是长期停滞时，便让它去尽可能地保持一个受其影响而变低了的利率，以免干扰必须用来抵消这种停滞的投资。①

两种力量结合起来共同导致了一场在思想上的相反的革命。一种力量完全是学术性的——对约翰·梅纳德·凯恩斯（知

① 开头这三段文字，摘自我于1959年5月25日在联合经济委员会上作的证言，是该证言的前言。参见《关于就业、增长和物价水平意见听证书》第四部分："有效货币供给的变化对物价的影响"（美国政府出版局，华盛顿1959年版，第606—607页）。

识革命的主要建筑师)的思想进行的学者式的批判和分析。另一种力量，也是更为明显的，虽然可能不是更为重要的，就是严酷的现实力量。在战后期间，许多国家，包括美国在内，奉行了“低息资金”(cheap-money)政策。每一个采取了这种政策的国家不是经历了公开的通货膨胀，就是处于一套旨在抑制通货膨胀压力的，部分有效、部分失效的控制网之下。而在每一种情况下，或者是公开地，或者是以某些隐蔽的方式来设法绕过这些控制的努力，都是十分有效的，作为低息政策的一个结果，货币存量增加了，价格也上涨了。没有哪一个国家在阻止通货膨胀方面取得了成功，除非它们针对货币存量的增长，采取了种种限制手段。而每一个抑制了货币存量增长的国家，则都在抑制价格上涨方面取得了成功。西德在1948年货币改革后出现的“经济奇迹”就是最富于戏剧性的一段插曲，而意大利、英国以及美国的经历，则仅与此大同小异。在政策及其结果两方面相比，法国于1958年末进行货币改革前的经历，也是同样有力的证据。

学术界和现实世界的这些发展，使得人们对于货币的变化再次发生了兴趣。货币确实重要，而且是非常的重要。这是现在已经很清楚而且被广泛承认的了。最近几年内，经济学家们对于货币力量究竟怎样发挥作用的研究正在增长。公众和各种准公众组织对货币政策问题的关注也正在增长。在过去的十年内，已经有了两项专就货币政策进行的广泛的国会调查——道格拉斯和帕特曼调查① ——以及价格稳定和经济增长的国会调查，

① 参见美国国会联合经济委员会的下列文件：
《货币、信贷和财政政策小组委员会的听证会记录》(1949年)，参议员保尔·道格拉斯为该小组委员会主席。
《对货币、信贷和财政政策小组委员会作的声明书》(1949年)。
《货币、信贷和财政政策小组委员会的报告书》(1950年)。

类似的调查又导致了对货币问题的广泛关注——著名的弗兰德斯调查、拜尔德调查，以及后来的道格拉斯和帕特曼调查。② 美国国会最近专就美国的货币政策举行了一次例会。③ 得到了福特基金会财政赞助的经济发展委员会发起了一个货币和信贷委员会，来对我国的货币安排进行彻底的调查和分析。要在我国货币制度的结构中找到符合公众利益的可比度，就必须倒退半个世纪，回溯继1907年恐慌以来的那些年代。

在本书中，我将提出一系列关于改革我国货币安排的建议。

(接上页注)：

«一般信贷控制和债务管理小组委员会的听证会记录»(1952年)，共和党参议员赖特・帕特曼为该委员会主席。

«货币政策和国债管理»第一章、第二章(1952年)。

«一般信贷控制和债务管理小组委员会的报告书»(1952年)。

② 参见美国国会联合经济委员会的下列文件：
«经济稳定化小组委员会听证会记录»："美国货币政策：近来的思想和经验"(1954年)，参议员拉尔夫・E・弗兰德斯为主席。
美国国会参议院财政委员会（参议员哈里・F・拜尔德为该委员会主席）的下列文件：
«关于美国财政状况的调查：摘要»(1958年)。
美国国会联合经济委员会(共和党参议员赖特・帕特曼为主席)：
«物价与经济稳定和增长的关系：概要»(1958年)。
美国国会联合经济委员会(参议员保尔・H・道格拉斯为主席)的下列文件：
«关于就业、增长和价格水平的证言»，第一部分，"美国经济：问题和前景(1959年)；第二部分，"历史的和比较的生产率，生产力和价格(1959年)"；第三部分，"历史的和可比的劳动力生产率，就业和失业(1959年)"；第四部分，"有效货币供给的变化对物价的影响(1959年)"；第五部分，"对美国经济的国际影响(1959年)"；第六部分，"政府对其货币活动、财政活动和债务活动的管理，A，B，C(1959年)"；第七部分，"在价格、利润、生产和就业方面垄断的和准垄断的实践效果(1959年)"；第八部分，"工资、薪金以及与工会和职业实习结合着的个人劳务价格的增长对价格、利润，生产和就业的作用，A，B，(1959 年)"；第九部分，"就协调并同时取得最大就业量、适当的增长率以及价格水平的持续稳定等三项目标提出的建设性建议(1959年)"。

③ 见内尔・H・雅各布编：«美国货币政策»(美国国会)哥伦比亚大学 1958年12月出版。

在我不惴冒昧提出的各项建议中，其涉及面是如此的广泛，一个人对于政策的许多细节方面不可能那么审慎，那么明智，对于各方冲突着的利益也不可能象议会那么敏感，而在一个受货币安排影响的社会中，由于议会由许多重要集团的代表们所组成，它就有这种可能。但是，他也具有不必折衷调和的优势，因而能够更为激进（从对事情穷根究底的词源学意义上说），能够更加前后一贯，也能够更为大胆，来弥补这些严重欠缺。

在提议进行的各项改革措施方面，人们可以认可现今货币和银行安排的一般体制，并详细分析改进它们的种种可能性。另一种做法是，人们可以重新审查这个一般体制本身，并且提议对它进行改组，如果有必要的话。我对各种不同问题的审查顺序，似乎是出于其他合乎需要的理由，但却恰恰与一个从细节到整体的改革进程在大体上相符。在下一章里，我将审查联邦储备政策的工具——联邦储备系统究竟凭什么来实现一切它可以追求的政策目标；在第三章中，我将审查债务管理和银行改革。我在每一个这类标题下提出的建议，不论是已被实行了的，还是没有被实行的，就它们分别适合于各自不同的需要来说，都是独立的，虽然这些关于银行改革的建议确实涉及到一场激进的银行体制改组。在结尾一章中，我将转而探讨货币政策的准则，也就是说，探讨由先前已讨论过的各种工具和银行体制所组成的货币政策的运用问题。这个课题和国际间的货币安排不可分割，因此这些安排也被放到最末一章来审查。我的那些关于货币准则的建议，和各种关于货币政策工具的建议并没有关系。即使现在已经过时的工具袋（kit of tools）还保留着，这些建议也是合适的。可是当然，通过改进这些工具发挥作用的方法，我们仍然可以期望它们产生出更优越的结果来。

货币和银行安排中的核心问题是政府应该起的作用——对

于私有个体强加的种种限制；应当授予政府机构的种种权力；以及指导政府使用这些权力的准则等等。改革这些安排的各项建议，必须或明或暗地以两方面的看法为背景：第一，政府为什么要和经济活动的这个领域发生关系，以及通过政府干预要达到哪些目标？第二，对于政府干预的既往经历的某种理解。本章的下面几节就提出这些课题。在可资利用的有限篇幅内，我并不希望详尽无遗，面面俱到，充其量只是希望能够有所启发。

在货币和银行问题上为什么政府要干预？

我将用以审查政府在货币事务方面所起作用的观点，是一种从其创新意义上说的自由主义观点——一种我过去常称为19世纪的，然而又是从变革思想潮流的观点来看的自由主义，我现在正开始称之为“新自由主义”。这也许太乐观了。这样一种自由主义者把市场视为迄今为止已被发现的，不用强制手段而又能使个人协调他们经济活动的唯一媒介。他承认政府扮演着一个重要的角色，但是对授予政府通过市场而得以履行的任何职能的效果抱有怀疑。这既是因为这种职能以强制代替了上述领域内的自愿合作，也是因为由于让政府起到了一种增大了的作用，就威胁到其他领域的自由。对货币和银行安排的控制是授予政府以一种特别危险的权力，因为货币和银行对大量经济活动具有十分广泛的影响——正如从古到今世界各国的无数事件所不幸证明了的那样。因此，自由主义者必须回答的一个问题是，货币和银行的安排是否不能听任市场，让它仅仅受适用于一切其他经济活动的那些普遍规律的支配。

我决不肯定地说，这个答案毫无疑义是否定的。这一点很清楚，即使处于在其他方面遵循一种彻底的自由主义政策的社会中，货币安排也很少完全听任于市场，而且存在着充足的理由来解释为什么这会成为事实。

这些理由也许能通过研究纯粹商品本位的那种作用而得到很好的阐明，这种作用初看起来似乎不需要政府干预。让我们设想一个现代社会，其中，所有的货币仅仅只由某种商品的实物单位或该商品的帐面库存款(literal warehouse receipts)构成。上述这种商品或许是金，或许是银，或许是铜，或许是砖，或许是它们的某种混合体，或许是一定比例的其他货物的混合体，如同在任何一种复本位制或已被提到了的商品准备本位制下的那样。用作货币的该商品的数量，将取决于与其他货物有关的它的生产成本，也取决于人们愿以货币形式拥有的那部分财富；货币存量的增加，可能来自私营企业的生产；生产率的变化会在投置于该货币商品以及其他货物上的相对价值的变化上反映出来，或者在生产这种或那种商品的相对成本的变化上反映出来。①这种货币存量的巨大变化，不大会在短期内发生。因此，这样一种本位，会提供一种适当稳定的货币结构，而且它本身不会是一个短期不稳定的根源。实际上，当各种稍稍接近这理想的本位被通用时，政府往往就已被授予了或已经承担了为这种金属的重量和成色加盖印章的职能。并且，政府当然不会不经常地利用其地位，去通过“熔铸”(“sweating”)或类似的方法来取得财源。然而，就是这种职能，政府也没有必要掌握，在目前它为

① 顺便说一句，在这样一种本位下，对货币增大了的需求就是对某种商品的需求，因而也就是对用于生产这种商品的各种生产要素的间接需求；因而，由凯恩斯主义的流动陷阱模式引出的失业就是不可能的。我认为，早期著作家之所以依据某种商品本位的倾向的内在理由，就是这种流动陷阱之所以不是作为非均衡和失业的潜在根源而较早呈现的一个原因。

证明商品贸易中使用的各种金属的重量和成色而必需承担的责任之外，没有必要掌握更多的职能——"好管家"(good house keeping)的印章绝对是私人的。

维持一种商品本位需要使用实物资源来生产追加的货币商品数量——使用人力和其他资源去从地下开采黄金、白银、铜，或者生产构成该本位的任何其他商品。在一个静态经济中，仅仅需要用生产来补偿损耗；在一个增长着的经济中，还需要用生产来提供货币存量的增量。饶有趣味的是，需要为增长提供的资源量不取决于该商品的数量，也不取决于用作该本位的各种商品的数量，而仅仅取决于公众的现金余额偏好(cash balance preference)，取决于经济的增长率。这个需要的资源数量决不是可以忽略的——例如，在一个纯粹商品本位条件下，美国现在一年要拿出大约2.5%的国民产值，或大约80亿美元，直接地或通过对外贸易而间接地生产追加的货币商品量，以增加已处于流通或已处于库存之中的货币商品量。①

为此目的而使用如此巨大的资源量，这就在一个增长着的经济中确立了一种强烈的社会动机，去寻求一些能提供更为低

---

① 如果我们假设技术的变化不影响生产这种货币商品以及其他货物和劳务的相对成本，同时假设，在上述产量范围，该商品是在相对成本长期大致不变的条件下生产出来的，那末，均衡产量就是使以该货币商品来衡量的产品价格维持不变的产量。如果产量低于这均衡产量，那么，该货币商品的生产成本相对其(不变的)正常售价来说，就会跌落，这就会有利于扩大产量。反之，该商品的生产成本就会上涨，这就不利于扩大产量。对于美国来说，过去的经验表明，要维持产量成本大致不变，货币存量就得每年增长大约4%(如果要为总产量的增长留有余地的话，就得增长3%，如果要为随过去的人均收入增长而来的每单位产量的货币存量的增加留有余地，就得增长1%)。1958年底货币存量的4%——该货币被定义为包括公众持有的通货，商业银行中经过调整的活期存款和定期存款需要——大约为80亿美元，这也大约是1958年年度经估算的国民净产值的2.5%。
当然，不同的技术变化会影响实际产量，但在这方面，我没有要说的了。

廉的交换媒介的方法。这一动机是被私人动机所增强，而这种使用一个永恒不灭的商品，以便不需要进行连续不断的生产就能维持该本位的私人动机甚至在静态经济中就已经存在。每个独立的个人要得到货币，就必须放弃实物资源，反之，他也可以交出货币而得到实物资源。因此，如果他能发现一种更低廉的提供交换媒介的方法，他就能获益。这种显而易见的，同时又是在历史上已经产生出来了的方法，就是将信用因素引入货币体系。支付这种货币商品的私人契约，实际上就是货币商品本身——只要这种契约的履行博得广泛的信任——而且生产起来又便宜得多的话，因为契约发出者用他手头持有的，仅仅等于其尚未清偿的契约的那一部分货币商品数量，就能满足各种可能的偿还需求，一种纯商品本位因而趋于崩溃了。

如果这种支付契约总是得到履行，或者，另外一种情况是，如果社会情愿贯彻"货物售出，概不退换"的过激教条，那么信用因素的引入就不需要政府干预。但是，第一种情况多半不会发生，而第二种情况既不大会发生，也是明显不可取的。如果未能履约的契约发出者是真诚的，那么，所牵涉到的基本上是强迫履行契约问题；或者，如果他没有诚意履行契约，所牵涉到的就是防止欺诈，主要是防止伪造行为的问题了。这两者都是大多数自由主义者希望由国家履行的职能。而恰恰上述合同是特别难于强迫履行的，欺诈也是难于防止的。真正地履行国家的主要职能，就需要货币被普遍地接受，而且能转手流通。这样才可以引导私人与居住在远地的人们以及熟人签订合同，而且，在一项合同的发出和需要其履行之间，也可以经过一段长时间。象在其他活动方面一样，在欺诈方面，获利的机会是不可能被不利用的。因此，有时某种表面上可兑换为货币商品的信用通货可能时常被过量发行，这样兑换性就可能变成不可能的了。在历史上，这就是

美国处于所谓"自由银行制度"下所发生的事情，也是其他国家处于类似环境下所发生的事情。此外，货币交易关系的渗透性(the pervasive character of the monetary nexus)意味着，契约发出者不能履约，不仅对该契约发出者，以及对那些首先与他签订合同的人、或持有他的契约的人有影响，而且也会对其他人产生与上述影响不同的重大影响。一个契约不能履行，会引起其他一些契约也不能履行，并且可以起广泛的影响。这些对第三方面的影响，就使得在支付某种货币商品的契约方面防止欺诈行为，以及强迫履行这类合同的问题显得特别紧迫。

商品和信用因素的混合物构成的货币所带来的这些困难，似乎可以通过进一步将这种混合货币转化为由各私人团体发行一种纯信用通货而得到解决。这样一种通货涉及到的用于生产该交换媒介的实物资源将是微不足道的，因而，从节约了实物资源的可能性来看这种通货似乎会避免逐渐毁损的压力。对于作为一个整体的社会，而不是任何单独的通货发行者来说，这种情况是可取的。只要该信用通货具有一个大于其生产成本的市场价值——该生产成本在有利条件下可以被压缩到接近于印刷品的成本——任何个体发行者就具有一种刺激去增额发行。这样，通过增额发行，一种信用通货很可能趋于退化为某种商品通货——退化为一种字面纸票本位(a literal paper standard)——除非该通货的货币价值*不大于它那纸票所包含的价值，否则它就不具有稳定的均衡价格水平。鉴于该通货的可以忽略不计的增印成本，也就不能确定该通货在这种情况下存在什么有限的价格水平。

于是，这种分析得出的结论是，为了维持某种信用通货的价值，就必须对它的发行量设置一些外部界限。竞争并不提供有

* 指货币的票面价值——译注。

效的限制，因为，如果通货要维持信用，那么，这种支付契约的价值就必须被保持在高于生产增额单位成本之上。一种信用通货的生产，可以说是一种技术的垄断，因此，也就不存在这样一种推定，即当竞争是合理时，也就有利于私人市场。

顺便提一下，就我所知，这是一种具有独特性质的垄断——垄断产品存量的总价值，完全不取决于该存量中的产品单位的数目。对于任何我能想到的进入经济交换的其他商品来说，例如鞋子、帽子、桌子、房子，甚至尊敬的头衔，其存量的总价值(用其他货物来表示)，取决于该存量中产品单位的数目，至少有某种外在界限。对于货币，则不是这样。设有500万张、或5000万张、或5亿张纸币，只要其总数目相对稳定，总价值就是相同的；唯一的影响是，每一纸币单位分别具有一个或大或小的价值，如同上例所举，其数目可以是或多或少的一样；说得更精确些，用该货币表示的价格是或高或低的。

因此，证明政府干预为正当的那些货币特征就在于：某种纯商品通货的资源成本，以及由此其部份地变为信用通货的倾向；强制履行涉及到充当某种交换媒介的支付契约的合同，以及防止关于这些支付契约的欺诈行为碰到的特殊的困难；某种使得有必要对该通货的发行数量设置某些外部界限的纯信用通货发行的技术垄断性质；最后，还有货币的渗透性，这种渗透性意味着，货币的发行对于有关各方，而不是对于那些直接签订契约并赋予前述特征以特殊重要性的人来说，具有重大影响。对于一个私人市场经济的有效运行来说，类似一种适度稳定的货币结构的某种东西，似乎是一个必要的先决条件。令人怀疑的是，一个市场靠其自身就能提供这样一种结构。因此，提供这样一种结构就如同提供一种稳定的法律结构一样，正是一种必要的政府职能。

政府的主要任务也是清楚的：泛言之，就是对货币发行量设置外部限制以及防止伪造活动。为了完成第一项任务，政府已经指定了一种特殊商品来作为通货使用，设立或认可了中央银行，并对那些可以发行契约来支付这种基本货币的人，以及契约的条件强加限制。为了完成第二项任务，政府不仅利用一些常规的司法手段，而且还亲自掌握着特定货币种类的发行垄断权，调节着各银行和其他货币发行者的活动，并监视着它们的运转。

政府对于货币制度负有责任，这种责任的正当性当然已得到了长期而又广泛的承认。对于美国来说，这一点是授权国会"铸造货币，调节铸币价值和外币价值"的宪法条文明确规定了的。在其他经济活动领域，很可能不存在得到如此正式认可的政府干预。这种习惯性的、现在差不多是不加思索地对政府责任的认可，使得人们对于这种责任的根据进行彻底的了解更有必要了，因为这种认可增加了危险，即政府干预活动的范围将会扩大到在一个自由社会中是不适当的程度，从提供一个货币结构，扩展到决定个人之间的资源分配。

假定自从合众国政府建立以来，就已经被授予了对于货币事务的某种责任，那么，这种责任是怎样履行的？政府干预货币事务之经历背景实际上是什么？

历史背景

大萧条对于灌输和增强现在广泛持有的这样一种观点起了很大的作用：私人市场经济的内在的不稳定性，对美国所经历的主要经济痛苦时期始终负有责任。按照这种观点，只有一个警觉的政府，不断地去弥补私人经济的种种变幻莫测，才能防止或者已经防止了这类不稳定时期的出现。我在研究历史记载时，

却引出了几乎相反的结论。几乎在每一个事例中，美国经济的重大不稳定，都是由货币的不稳定造成的，或者，最最起码，在很大程度上是由货币的不稳定所加剧了的。而货币的不稳定，则通常又是起源于政府的干预，或起源于关于政府的货币政策应该是什么的争论。所以，政府未能提供一种稳定的货币体制，也就始终是说明我国真正的严重通货膨胀和萧条的一个重要因素，如果不是主要因素的话。也许，在这些历史记载之中，最为显著的特征恰恰是，私人经济即使在这样极端的挑衅下，仍然如此频繁地表现出来的适应性和灵活性。

在我国的金融经历中，有一些精彩的场面，其简要轮廓可以为这个主题作出说明；当然，它并不能证明这个主题。①

对于我国历史上的主要通货膨胀来说，这个主题几乎是不言自明的。这些通货膨胀一直都是和战争联在一起的，而且很清楚，它们都是为了提供政府开支而使用印刷机或是其印刷品所造成的。这就是独立战争时期通货膨胀的真相。这种通货膨胀，曾使"大陆币"成为"一文不值"的代名词。这也是1812年战争期间、内战期间、第一次世界大战期间、第二次世界大战期间各种价格大幅度上涨的真相。在没有发生这些战争的时期，包括独立战争时期，使用印刷机当然是愚蠢的，但虽然如此，这也给当时的政策制定者提供了可资利用的选择。然而，与我的课题有关的，不是人们所遵循的政策明智与否，而是这个事实，即价格的上涨以及与此相关的经济动乱，显然在很大程度上是由于政府在维持其开支以及在控制货币供给方面的行动而引起的。

需要更多地注意那些主要的紧缩或萧条。在联邦储备系统建立前，其中最值得注意的是：(1)19世纪30年代末和40年代初

① 在由安娜·斯瓦茨和我本人为国家经济研究所提出的一篇专论中，将就我国自内战以来90年间的金融经历作出一个充分的分析。

的萧条时期；(2)从1873年到1879年的紧缩；(3)19世纪90年代的中期；(4)1907年到1908年的减缩。在每一次紧缩或萧条中，货币因素都起了一个决定性的作用。

1837年到1843年时期

继 1837 年银行业恐慌而来的，是被过分扰乱了的经济状况，以及直到1843年的一个长期紧缩(其间仅有从1838年到1839年一段短暂复苏的间歇)。就我们的目的而言，这次大萧条特别令人感兴趣。据记载，这是在严重的程度上和范围上均可与本世纪 30 年代大萧条相比的唯一的一次萧条，并且，它的货币伴随物很大程度上又在它后来的那个伴侣*时期重复出现。在这两次大萧条中，通过停业或合并而实际上不复存在的那些美国银行前一次为1/4左右，后一次则超过了1/3，货币存量也大约下降了1/3。这个灰暗的记录，是其他任何一次紧缩都望尘莫及的。在这两次衰退中，就货币问题来说，不稳定的或不明智的政府政策都起了一个重要的作用。

在较早时期，从1816年对第二合众国银行 (the Second Bank of the United States)的特许，到随后再次授予该银行特许状的失败(1836年该特许期满，这是在以安德鲁·杰克逊和尼克勒斯·比德尔为首的银行战发生之后)，开始了继之而来的金融困难阶段。这家银行在其联邦特许期满之前就已急剧紧缩了。在联邦特许状终止后，比德尔在宾西法尼亚州特许之下继续经营这家银行，而且使它在1837年恐慌前曾一度复兴。此后不久，他着手进行维持世界棉价的计划以支撑美国经济。① 在一次世界

* 指本世纪30年代初的大萧条——译注。

① 见布雷·汉蒙德：《美国的银行和政策》，从独立战争到南北战争。普林斯顿1957年版，第459—477页，第503—513页。

性的通货紧缩要求一个国家减低其贵金属本位时，这项冒险计划，加上1838年至1839年的短暂高涨，却助长了货币存量大幅度的增加。无论如何，这种世界性的通货紧缩运动几乎是必然地导致了美国的一场大规模衰退。但是，国内的金融困难的结果使得这次衰退(它是在1839年该银行彻底失败后发生的)远远比它应有的那样要严重得多。① 该银行的特许撤销之后，由美国政府接二连三地采取的各项财政措施——要求分配其结余的存款法令和现金流转法令的颁布，以及1840年独立财富银行的建立(又于次年关闭)，在产生货币不确定性方面都加剧了由该银行营业所造成的后果。

1873年到1879年的紧缩

早在1862年，南北战争时期美钞的通货膨胀累及各种美钞与黄金自由兑换的暂停。从那时起直到1879年黄金兑付的恢复为止，美国实行的一直是不可兑换的纸币本位。美钞与其他通货之间的兑换率是在私人市场上决定的，并且逐日波动——正如今天加拿大元的情况那样。

那时，货币政策的主要目标，是按战前的兑换率去恢复黄金兑付。由于世界价格已大体上稳定或正在下降，因此，实现这个目标就要求美国的价格下降到低于1865年最高价格的一半以下的水平。到1879年所发生的事情恰恰正是这样。尽管官方采取了对策，但价格的下降却不是由于货币数量的减少所造成的。政府措施能够取得的最大成效，是阻止货币供给的急剧扩大。但这就足够了。经济的增长是如此迅速，以致伴随着货币供给的若干增加而来的，是14年间价格水平的减半。

① 见乔治·麦塞西奇：《美国财政动乱，1834—1845》(芝加哥大学未公开发表的哲学博士论文，1958年6月)。

在此期间，价格的下降并不平衡。其中大多数价格的下降，发生于 1873 年到 1879 年。这是一个经济紧缩的时期，一个衰弱的资金从国外流入美国的时期。同时，也是一个货币供给稍许下降的时期。虽然，与其说是货币实际数量的多少，不如说是其集中，使得这次紧缩被评定得甚至比其实际情况更严重，但无论如何，据记录它还是最长、也是比较严重的一次紧缩。然而，这一时期的显著特征却是，如此急剧的价格下降并没有引起一种同样急剧的产量下降。这种情况，对于加强种种有利于扩张的潜在力量，以及价格和工资的灵活性来说，是一个贡献。①

19世纪90年代

空前的丰收和国际收支的顺差，促成了随复苏而来的迅速繁荣，这种繁荣是由于一种反作用以及尔后的相对稳定而实现的。这是一个世界价格越来越下降的时期，这种下降是黄金产量增长率不断下降以及越来越多的国家（美国是其中较重要的国家之一）采用金本位的结果。随着经济的迅速增长，出现了压低名义价格的压力。尽管如此，它仍然刺激了一种货币扩张的政治需要。这种政治需要与西部产矿各州的利益结合起来，引起了关于自由铸造银币的激烈辩论。从白银势力在 1878 年的布兰德—阿里森法令中取得的首次胜利，到 1896 年布赖恩② 失败后不久，“货币”问题就是当时的主要政治争论问题。由于接

① 参见詹姆斯・K・肯德尔:《复兴的经济学：美国1865—1879》，芝加哥大学未公开发表的哲学博士论文(1958年8月)。

② 威廉・布赖恩是1896年民主党提名的总统候选人。他在同年民主党大会上发表了著名的讲演《黄金十字架》。他认为美国不应钉在金制的十字架上，即不应坚持金本位制。他的竞选纲领是主张用银本位制来代替金本位制，以便使货币更充足。但是由于当时大量廉价黄金流入美国，造成了布赖恩及其支持者们希望用白银来达到目的的这一主张失去了实际经济意义，在政治上也得不到响应，因此，他并未能被选为总统——译注。

受了民主党总统提名的布赖恩作了著名的"黄金十字架"讲演,这场争论达到了白热化的地步。

无论如何,1890年后,国外价格的下降加快了速度,这种情况要求国内价格重新作出调整。事实上,这场关于白银的辩论,以及"自由银币"势力接近取得的胜利,极大地加剧了各种困难。这些困难使得国内外对于维持金本位缺乏信心,这就导致了美元的某些"外流"——或者应该说是由于主张自由铸造银币的势力发生了波动而引起一系列的外流和回归。美国在这一时期的经历与英国在第二次世界大战后发生的兑换危机极为相似。在这两次事件中,政府都在试图维持一种固定的兑换率。在这两次事件中,政府要这样做的能力都是不确定的。在这两次事件中,如果说有些什么变化的话,那么,很清楚就是有关的通货的贬值。因此,在这两次事件中,都刺激了货币持有者减少其所持有的有争议的通货余额,这种刺激随着政府取得成功的可能性的大小而变动。在这两次事件中,各种刺激的转变都导致了短期国际收支平衡的迅速波动,以及严重的经济动乱。

当然,也存在着若干重要不同:在英国,不确定性并不直接依据某种政治斗争的结果为转移;英国所作出的充分就业的保证,使它在国内货币政策上的选择余地很小;直接交换的发展,以及对贸易的控制,给英国提供了一种与通过价格和收入的活动颇不相同的手段来影响国际收支平衡;对于英国来说,对外贸易相对更为重要;总之,英国确实衰落了。

对于美国来说,在19世纪90年代,经济动乱表现为一场严重的银行业恐慌,表现为1893年将存款转换为通货的自由兑换的暂停,表现为从1893年初到1897年中的一段极度萧条时期(其间仅有一个间歇,即从1894年6月到1895年12月的短暂的周期性复苏,这是我国历史上少数几次人均产量没有达到前

一次周期顶点水平的复苏之一）。

回顾以往，看来比较清楚的是，在激烈争论不休的两种政策之中，要是及早而坚定地采取其中之一——或者坚定不移地对金本位承担义务，或者同样坚定不移地对银本位承担义务——就会避免产生这一时期的绝大部份经济困难。有害的正是在关于应该遵循哪一种政策上的这种不确定。

导致布赖恩和白银势力最后失败的并不是由于国内政治辩论或 1896 年共和党的胜利，而是由于发现了运用氰化反应工艺来从南非低品位矿石中提炼黄金这种在商业上可行的方法，由于大体上同时发生的阿拉斯加和其他地区的黄金发现。其结果产生的黄金洪流导致了布赖恩及其支持者们本想用白银来实现的价格膨胀。从1896 年到1913 年，美国的批发价格上涨了50%。

1907年到 1908 年的紧缩

在此期间仅有的一次较大紧缩就是 1907 年到 1908 年的紧缩。1907年的银行业恐慌，以及与此相联系的将银行存款转换为通货的自由兑现的暂停，伴随着并加剧了这次紧缩。这次紧缩虽然相对短暂，但却颇为严重。在我们已考察过并将继续考察的所有紧缩中，这是一次既没有政府的货币行动，也没有发生关于政府政策应起到怎样一种鲜明而直接的作用的辩论的严重紧缩。非常清楚，财政部，特别是在部长希沃(Shaw)的领导下，一直掌握着一个较大的中央银行活动的范围，也一直在通过公开市场的交易活动以及与其相当的一些活动，不断地进行着干预，来克服各种财政困难。这些活动鼓励各银行去削减与负债相应的准备金。但是，在财政部的这些活动与这次紧缩之间，并没有存在着如同在银行战与 1837 年到 1838 年紧缩以及 1839 年到 1843年紧缩之间那样的直接联系；并没有存在着如同在恢复政

策与1873年到1879年紧缩之间那样的直接联系；也并没有存在着如同在白银辩论与1893年到1897年萧条状况之间那样的直接联系。

1907年的银行业恐慌促使公众对银行业的改革重新发生了兴趣，也促成了国家货币委员会的建立，该委员会于1910年发布了其不朽的特别研究报告。结果是于1913年颁布了联邦储备法令。

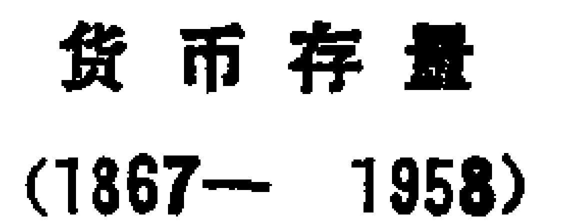
在联邦储备系统控制之下

联邦储备系统的建立，至少是自南北战争时期的国民银行法令颁布以来，我国货币制度上最值得注意的变化。因为，自第二合众国银行建立以来，第一次建立了一个独立的对货币状况负有明确责任的官方机构，该机构在表面上享有实现货币的稳定，或者说，至少要防止明显的不稳定的充分权力。因此，从总体上来比较这一机构设立前后的经历，是有益的。下页附图，按安娜·杰·斯瓦茨和我本人共同为国家经济研究所所作的研究来估算，以对数比例画出了从1867年到1958年的年均货币存量曲线。

事情恰恰是这样发生的，联邦储备系统开始运转的1914年，正好将这一时期大致上分为两段。看一看这张图表，事情就清楚了，和1914年前的47年相比，1914年以后的这44年是以在货币存量方面具有更显著的不稳定性为特征的；以数值计，后一时期逐年货币存量百分率变动的标准偏差大约是前一时期的1.5倍。① 当然，这种差异，部分地反映了在后一时期发生的两次

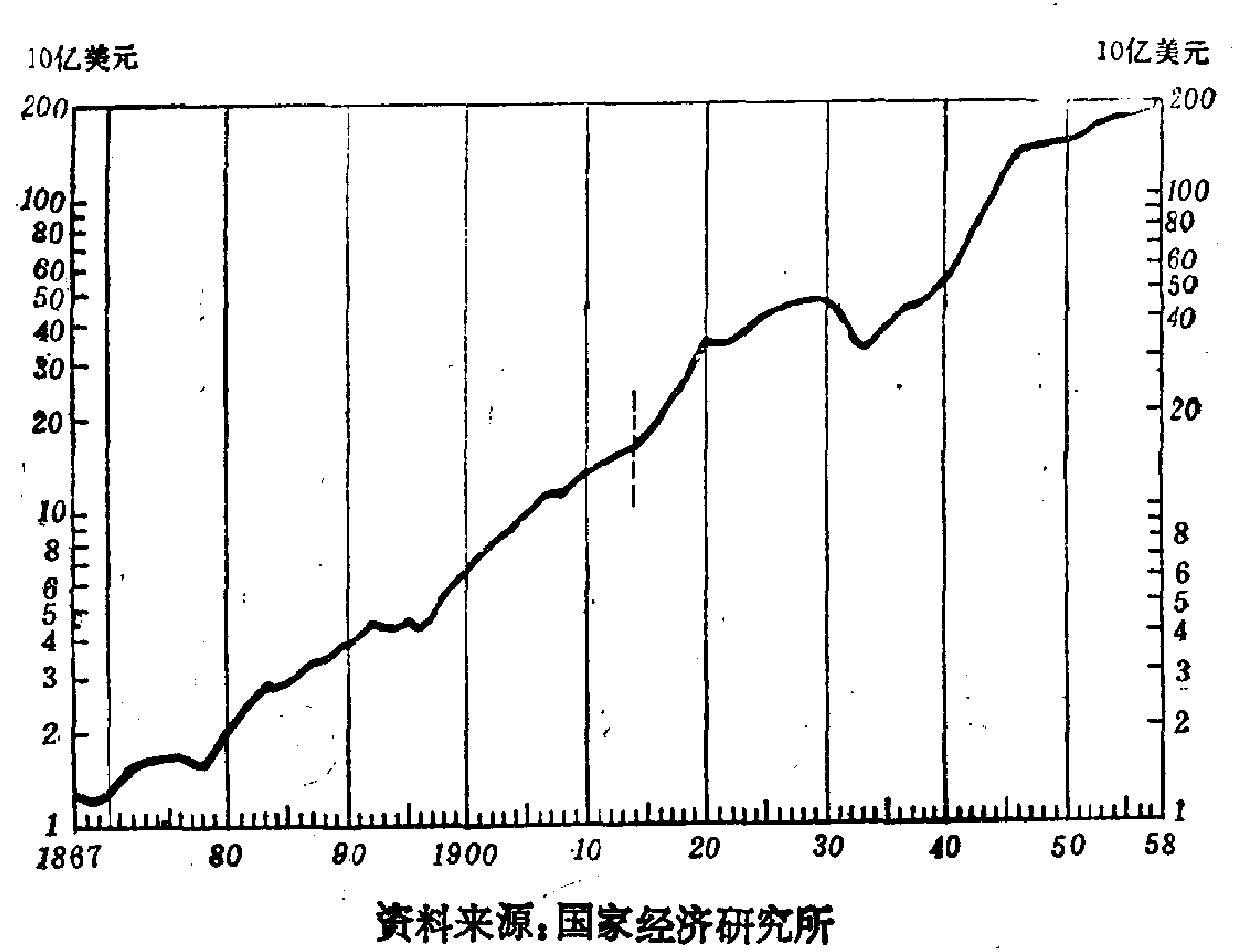
① 这数值在1867年到1914年间为0.0587，在1914年到1958年间为0.0848。这些标准偏差是由逐年6月份货币存量的自然对数的一阶差分算出的。在前一段年份间（1867—1914），6月份的数值是用具有可用数值的最邻近月份的绝对货币存量数，通过线性插值而求得。

世界大战，这两次世界大战带来了一些特殊问题。但是，即使将战争年代和战后几年略而不论，集中注意和平年份，比方说，从1920年到1939年，以及1947年到1957年，结果还是同样的。



货币存量

(1867— 1958)



资料来源：国家经济研究所

在联邦储备系统控制之下的33个和平年份中，货币存量比以前47年更不稳定。以数值计，后一时期逐年百分率变动的标准偏差为前一时期的1.2倍。①

货币存量的实际情况，一般也就是经济状况的实际情况。第一次世界大战后的33个和平年份，是我国历史上经济最不稳定的时期之一。这种不稳定性又集中于两次世界大战之间的时期。在这一时期的20年中，包括了三次严重的紧缩：即1920年到1921年紧缩，1929年到1933年紧缩，以及1937年到1938年紧

① 在这33个年份中，这个数值为0.0710。

缩。在美国历史上，再没有任何一个20年包含过三次可与此相比的严重紧缩。

这种粗略的比较，当然不能证明联邦储备系统无法促成货币的稳定。也许，该系统不得不处理的那些问题，比冲击了早期货币体制的那些问题更为严重。也许，经济系统的更大不稳定应归咎于造成了货币更大程度不稳定的其他力量，而不应归咎于背道而驰的那种关系。也许，在早期货币安排下，这些力量甚至造成了更大程度上的货币不稳定。为了阐明这些问题，我们就来审查一下某些个别的主要情节。

第一次世界大战激烈阶段，扩大货币供给的问题无须多加注意：在我国参战前，货币供给的扩大，是由于交战各国购买战争供应物资的黄金流入而引起的，此后，又是由于我国使用印刷品等价物*接济战争经费而引起的。直到1918年底或1919年初，其经历与早先战争的经历是相同的，联邦储备系统的存在，并没有给事态的一般进程带来什么不同之处。但是，在此之后，不同之处就出现了。在早先几次战争中，到战争结束时，价格亦达到其顶点水平，此时政府赤字已急剧减少或已消除了。如果联邦储备不存在的话，赤字会再次出现。实际上，即使是在消除了政府赤字之后，用来生产货币以维持政府开支的那套机制仍不停顿地运行着。在财政部的压力之下，联邦储备系统将再贴现率维持在战时的水平。从1919年初到1920年中，货币供给增加了20%多，而价格则上涨了将近25%。战后货币量和价格的这种增长，要是在早先的货币体制下，几乎是肯定不会发生的。

到了1919年底，该储备系统才转变了自己的政策。它于

* 印刷品等价物指纸币和债券等——译注。

1919年11月，将纽约银行的贴现率从4%提高到4.75%，接着，于1920年1月底2月初，又将所有储备银行的贴现率提高到6%的统一水平——这是联邦储备系统建立前后，有史以来唯一的一次最为急剧的提高。1920年6月，即这一最高贴现率被普及到所有储备银行之后的大约第5个月，也是价格水平达到最高点后的第1个月，联邦储备系统又再次将纽约银行的贴现率提高到7%。政策上这一变化的效果，经过一段时间才获得了承认。这个效果说明了为什么联邦储备系统要把贴现率提高1/3，尽管第二次贴现率的提高实际上很可能大于所需要提高的程度，直到1921年5月——这是经济周期最高点到来之后16个月，也是仅仅在经济周期最低点到来之前2个月，从而仅仅是处于周期中点的时间——该系统都没有在任何程度上转变其政策。其结果，就是一次将近跌落50%的价格崩溃，一次如果不是记载中最为迅速的，也是其中之一的价格崩溃，也是至今我国历史上最为急剧的一次货币存量下降。

在这次价格和经济活动的急剧起伏中，美国的货币政策清楚地显现出是一个主要因素。不仅美国是这样，而且在国际上也是这样。这样说并非已知货币当局的问题而批判他们。联邦储备系统是根据这样一个预期，即金本位将继续作为货币存量的主要决定因素而建立起来的。但是，它刚一建立起来，第一次世界大战就导致了金本位的普遍放弃。因此，在美国就没有绝对可比的经验，来据以作为制定政策的根据，或据以判断预定加以刺激或迟滞货币扩张的各种活动的效果如何。尤其是不存在关于行动和效果之间迟滞长度的迹象。比方说，有那么一个天才，要是他在踩上刹车之前令人遗憾地拖延得太久，后来又刹车太猛，这样，当这次刹车不能使货币扩张立即停止时，还要再次刹车。

在20世纪20年代的其余年份中，货币存量和经济活动都是相对稳定的。这些年份的情况，在联邦储备系统内外产生了广泛的信心，即认为这次新的货币安排正在导致一个高度的稳定，并且能够继续这样保持下去。从这些年份的情况看，这种判断是十分恰当的。然而，回顾起来，很清楚的是，即使就在那时，问题就已在酝酿着了。本世纪20年代奉行的冻结黄金政策，以及在20年代末为了阻遏证券市场的繁荣而奉行的紧缩货币政策，都保持了这个国家的价格稳定或下降，因而也就增加了那种尤其是由英国以及其他那些已经恢复了并还在继续维持着金本位的国家都曾经历过的困难。调节潜在国际收支赤字的一切负担，都压在这些国家身上，从而，也就为本世纪30年代初产生的国际金融困难、并为1931年英国放弃金本位——这在美国产生了重大影响——埋下了祸根。

美国的这些政策，当然不是给英国维持金本位造成困难的唯一因素，甚至可能不是最重要的一个因素。在英国外部的种种因素中，法国采用使法郎贬值的一种比值，从而吸收了大量黄金来恢复金本位，大概是最重要的因素。

不稳定的其次一个重要插曲，当然就是1929年到1933年的紧缩。其早期阶段，即1929年8月到大约1930年10月，看起来和通常的周期性紧缩极为相似，虽然也许多少更为严重一些，并且由于股票行情大跌而表现得更有戏剧性。在这个阶段中，联邦储备当局将其货币政策说成是一种"放松银根政策"。事实上，甚至就在这次紧缩的头14个月中，货币存量就下降了大约3%——除去以前发生的三次紧缩，即1873年到1879年，1907年到1908年，1920年到1921年的紧缩，以及此后发生的一次紧缩，即1937年到1938年的紧缩之外，这次紧缩比历次紧缩期间货币存量的下降幅度都要大。而所有这些被除外的紧缩

用另外一些指标衡量也都是不同寻常的严重紧缩。联邦储备系统一如在这以前和这以后它所屡屡表现出来的那样，由于只盯着贴现率的绝对水平，不看贴现率与市场利率的关系，也不看货币供给情况——将债券支持政策解释为“中立”政策这一谬误的变形，而被导入了歧途。然而，在这初期阶段，探寻联邦储备政策对经济活动发生任何非常直接的影响，是困难的；这个关系也许已经处于相反的方向上了。

联邦储备系统的严重失败是从1930年底开始的。当时，有一连串的银行倒闭了，包括著名的纽约合众国银行也倒闭了，这就改变了这次紧缩的货币特征。在此之前，还没有什么清偿危机*的迹象，通货对存款的比率是相对稳定或者下降着的。从此时开始，经济就受到了反复出现的清偿危机的折磨。银行倒闭的浪潮本来已经暂时减弱下来了，然而，由于发生了一些重大的破产事件，或者由于另一些导致了银行系统再次丧失信心的事件，以及随着新出现的一连串挤兑事件的发生，倒闭浪潮又再次高涨了起来。当公众将存款兑现为通货时，通货对存款的兑换率就上升了，这一兑换率在1933年初达到的水平，高出1930年底水平1.5倍。

这正是那样一种局势：它在早期银行体制下曾导致了一场银行业恐慌，以及一致停止存款兑换成通货。而联邦储备系统的主要目标之一，恰恰就是去防止这种局势的发生。但是在这次事件中，它没有做到这一点。无论如何，恐慌和暂停支付发生了。但毕竟有一个重要的不同。在早期银行体制下，暂停支付一直是作为一种及早采取的治疗对策，用来防止清偿危机，避免

---

* 指在经济危机中，由于某些债务人的破产而引起的连锁支付关系的中断，而导致流动资金的短缺和一系列债权人的破产——译注。

造成其他一些殷实的银行的普遍倒闭。但是，在这一次事件中，暂停支付是在大部份银行已经倒闭，而且经济已经忍受了 3 年通货紧缩的痛苦之后发生的。此外，当它发生时，就其彻底性和严重性来说，早已无可比拟地超过了任何早期的暂停支付。

我并不怀疑这一点，即联邦储备系统能够防止这场货币崩溃——的确，要不是由于人事变故，及其所引起的权力中心由纽约向华盛顿的转移，就很可能已经做到了这一点。从 1930 年10月底直到 1931 年 7 月，拥有 10 亿美元存款，或者说，拥有大约占各商业银行全部存款 2% 的将近 1400 家银行倒闭了，货币存量下降了 6% 。到 10 月，货币存量又下降了 3%，商业银行存款则下降了 8%。面对商业银行系统中的这种激烈的清偿，这位“最后求助的放款者”* 的帐簿所实际表明的情况却是：各种已贴现期票有一些微弱下降，同时联邦储备系统的外欠信用总额并没有变化，这笔信用总额停留在仅为 1928 年底一半的水平上。

1931 年夏，出现了复原的许多迹象。但是，当 1931 年 8 月又一轮银行破产的风潮再次涌现时，当同年 9 月美国放弃了金本位时，这一刚出现的经济复苏的萌芽就被扼杀了。联邦储备系统由于过去没有对国内枯竭(internal drain)作出反应，就有力而迅速地对因而引起的国外枯竭 (external drain) ** 作出了反应。在严重的经济紧缩 2 年多后，该系统急剧地提高了贴现率。以纽约银行而论，贴现率提高的速度之快，空前绝后地超过了在其整个历史上于如此短暂的一个时期内所有过的速

* 指联邦储备系统。在联邦储备成员银行面临清偿危机时，可以向联邦储备系统请求贷款。该系统有责任以贷款方式向成员银行提供头寸以满足其清偿需要，联邦储备系统故而得到此名——译注。

** 由黄金外流引起的现金枯竭——译注。

度，从10月8日的1.5%，提高到次日的2.5%，一星期后又提高到3.5%。这项提高贴现率的措施阻止了黄金外流，令人啼笑皆非的是，尽管联邦储备系统最担心法国贸易顺差节余被提走，但次年春无论如何还是被提走了。这项措施也带来了银行倒闭和挤兑的惊人增加。自1931年8月到1932年1月的6个月间，总共拥有14.49亿美元存款的1860家银行停止了营业，商业银行的存款总额下降了15%。

1932年，以收购政府债券10亿美元为形式出现的政策上的一个临时的逆转，减缓了衰退率。要是在1931年就采取了这一措施，那对于防止刚才描述过的这场大混乱来说，就几乎肯定是有效的了。但到了1932年再来采取这一措施已经太迟，充其量只是一味治标剂，而当联邦储备系统停止收购公债券时，就又陷入了被动状态，继临时性好转之后，一场于1933年的全国银行休假日才告结束的新的崩溃又来临了。总而言之，从1929年7月到1933年3月，货币存量的下降超过了1/3，从英国脱离金本位以及联邦储备系统随之采取的通货紧缩行动后算起，货币存量的下降超过了2/3。

我已比较详细地叙述了这段情节，因为它在形成——或者我应该说是改变——有关货币政策的种种主张方面，起了相当重要的作用。这段情节的意义曾被解释为货币政策并不是用来阻止通货紧缩的有效工具。实际上，对于一种不合时宜的政策所能造成的损害，它倒是一个惨痛的实证。有一点是可以充分肯定的：即使采取一种不同的政策，也不能防止一场严重的紧缩；但确实可以使这场紧缩的严重程度大大小于其实际程度，而且能够防止银行业系统的崩溃。值得注意的是，每一个跟随英国放弃了金本位的国家，都在1931年或此后不久经历了复苏；而在每一个跟随美国采取货币紧缩政策的国家，人们都看到了

这场紧缩被拖延到 1933 年或更晚些时候。要是说在 1914 年前的银行体制下，会发生任何可以与此相比的金融崩溃——是十分令人怀疑的。

1933年后，联邦储备系统奉行了一种几乎完全静止的政策，这既是对其未能阻止这场紧缩所作的一种防护反应，又是由于知识界中发生了这样一种关于给予财政政策优先权的舆论变化。联邦储备系统的有价证券明细表几乎被完全保持固定不变，贴现率也几乎不变。无论如何，既然贴现率高于短期市场利率，那么贴现机制实质上就起不了作用。而财政部则一如既往地通过诸如金银收购支付，通过 1936 年底和 1937 年初的黄金冻结，以及 1937 年底和 1938 年初的黄金解冻——基本上是公开市场交易——以及通过外汇平准基金(the Exchange Stabilization Fund)等等，实施了如此积极的货币政策。联邦储备系统所采取的一个行动就是，运用被新授予的权力，在 1936 年和 1937 年分三个步骤使准备金要求量增加一倍。该系统既不指望也不相信这些变化会有立竿见影的效果；而是指望这些变化会作为吸收超额准备金的一种预防性措施。实际上，这些变化具有一种严重的通货紧缩效力。第一次准备金要求量的提高与货币供给增长率的缓慢下降相一致；第二次和第三次的提高，则与一次真正衰退的开始相一致。总之，当准备金要求量无论如何已经提高了的时候，1937 年到 1938 年的这场异常严重的紧缩可能就已经发生了。与其说这次紧缩起源于货币活动，更有理由说它是起源于对政府的其他政策作出反应的一次独立的投资崩溃，但是，假定没有由于准备金要求量增加一倍所引起的通货紧缩压力，那么，这次紧缩就几乎不会象其实际发生的那样严重。

1933年以后，最重要的金融事件是建立了联邦银行存款保险制度。由于我们将有机会在下一章里更详细地加以考虑的种

种原因，这项措施使得银行恐慌几乎不可能再发生了，而这正是联邦储备系统过去一直未能实现的目标。采取这项措施的目的，并不是一旦发生"挤兑"时，用来给银行提供一个清偿性来源，而是用来消除发生挤兑的一切原因。依我之见，这项措施是自南北战争时期对州银行券课税以来，我国货币制度朝着更加稳定的方向发展的最重要的体制变化。

在其金融方面，第二次世界大战也和早先战争时期的那些情景一样——印刷品等价物再次被用来作为维持某些战时开支的手段。正象第一次世界大战一样，对我们的目的来说，这场战争以后的经历比战争时期的经历要更加令人感兴趣。这一次，在激烈的战争结束后发生的价格上涨和货币存量的扩张，不是持续了 18 个月，而是持续了大约 36 个月；从政府赤字消除后算起，则是持续了 2 年多，而不是 1 年。这一次，使价格上涨和货币存量扩张的媒介，不是一种相对固定的贴现率，而是一种相对固定的公债收益格局。维持这种固定格局，就象维持早期固定贴现率一样，意味着联邦储备系统放弃了控制货币存量的所有职权——用来维持这个固定格局所需要的货币存量有多大，货币存量就得有多大，从而完全被实际的和潜在的公债持有者所决定。

幸好，从 1946 年到朝鲜战争爆发，这个固定的格局没有承受到任何实质性的通货膨胀的压力。必须把 1946 年价格管制中止后，价格指数的急剧上升看成是一直受着压制的价格上涨的一种公开暴露，而不是一种被适当调整了的价格上涨。从1946 年到 1948 年，货币供应量仅仅是适度地增加，而价格的上涨也是如此，如果给刚才提及的价格指数的这种陡升留有余地的话。在 1948 年到 1949 年的经济衰退过程中，货币供应量和价格都稍有下降。有一点确实无法搞清楚：为什么由联邦储备系统所支

持的比较低的公债收益绝对水平，起初几乎不低于，然后又多少高于与价格稳定相一致的市场收益。最有道理的解释是根据第一次世界大战后的并被本世纪30年代的经历所有力地增强了的经验，认为这是出于一种对战后某种主要价格将会下降的普遍预期。这种预期使得许多公众乐意持有非同寻常的大量货币和与政府收入有关的低收益公债。

1948年到1949年的衰退，没有发展成为一场重大的紧缩，再加上朝鲜战争的爆发，就造成了各种预期的重大变化。1950年中期后，原来一直与货币存量和各种价格的变化相适应的公债收益水平，也和此后这两方面的迅速提高结合着。所以，这次价格的猛涨，并不是象早先战争时期的情况那样，即在很大程度上是由于印刷货币以供政府开支所造成，而是由于为了防止各种公债价格跌落到低于预定的水平，从而委托联邦储备系统创造为维持公债价格所需要的一切货币数量而引起的。联邦储备系统对于由自己的政策助长了的通货膨胀风潮所表现出的明显无能，正是政府的货币活动在经济中充当着一个高度不稳定因素的清楚例证。它激起了联邦储备系统和财政部之间的冲突，这一冲突起初不是在关于维持公债政策问题上，而是在关于维持公债价格的水平问题上。这种冲突最终导致了1951年的协议，两年多后，又导致明确放弃了这种维持。

用先前的尺度来衡量，除去1950年到1951年的价格猛涨外，自1948年前后以来，我国的金融经历一直是令人赞叹的。逐年货币供应量的变化一直相对稳定，经济活动也是如此。我们在1948年到1949年，1953年到1954年，1957年到1958年之间，经历了3次较小的衰退。但是却没有发生重大的紧缩。除了1950年到1951年的涨价外，也没有发生实质性的价格上涨。这个时期大体上可以和早先那些相对稳定的时期——19世纪80

年代，第一次世界大战前的10年左右，以及20世纪20年代等相提并论。我本人倾向于相信，稳定货币存量，或者至少，避免货币存量急剧地下降，部份地反映了联邦储备系统方面对于货币存量稳定增长的重要性有了一个进一步的认识，而且也部份地代表了一种基本制度的变革——联邦存款保险制度在对付一场极不可能再发生的银行业崩溃中的效果——但是，目前要肯定这个事实尚为时过早。

小　结

我国金融经历的这种轮廓，始终集中在那些重要的经济波动方面，即集中在那些实质性的通货膨胀，以及不时地产生出普遍危险并威胁到我国社会凝结力的严重紧缩方面。在这些方面，文献记载看来是清楚的。每一段这样的经历，都由一场重大的货币动乱伴随着。不伴随着一场重大货币动乱的严重经济波动是不存在的。历次的货币动乱在很大程度上都具有独立的起因，它们以充分的例子证实了这样一个有力的推断：货币动乱是经济波动的促成原因，而不单单是经济动乱的附随结果；亦即当两者同时发生影响时，就经济波动而言，它并不必然地导致货币动乱。这个推断，显然适用于19世纪30年代银行战的例子；适用于19世纪70年代复苏压力的例子；适用于19世纪90年代白银辩论的例子；适用于第一次世界大战后通货膨胀和急剧紧缩的例子；适用于1931年到1933年银行业崩溃的例子；当然也适用于第二次世界大战后债券支持计划的例子。最后，几乎所有的货币动乱，都既起源于政府货币政策的无能，又起源于关于这些政策的争论。在货币事务方面的政府干预，远远没能为自由市场提供稳定的货币体制（这才是其最终理由），已经证实是不稳定

的一个有力起因。

除了这些重大的经济波动外，我国经济还经历了一些性质较为温和的周期性波动，诸如第二次世界大战后的3次商业波动。对我们来说，这些较为温和的波动至少已经存在了两个世纪，而且无疑在今后的一段长时期中还会发生。在任何充满活力的社会中，这些温和的波动对于私人市场经济来说，都可能是，或者的确是它不可避免的伴随物。事情也可能是这样，即这些温和的波动仅仅是同类重大波动中的一个危害稍小的组成部分。无论是不是这样，这些温和的波动显然对货币政策提出了一个十分不同的问题。我们对于如何防止那些重大的波动发生的认识，比起对于如何使那些较小的波动更加温和些的认识来要多得多。而后者则是极其紧迫的任务。

如果我对历史文献记载的解释基本确实，那么，这种解释，对于系统地阐述那种恰如其分的货币安排，就具有重要的含义。它意味着，中心的问题，不是去建立一套高度敏感的、能不断地消除由其他因素所导致的不稳定的工具，而是宁可去防止货币安排本身成为一个不稳定的首要根源。我们需要的不是这样一个在经济车辆上不停地转变方向盘以适应道路上意外坎坷的熟练货币司机。我们需要的是某些工具，它们能够防止作为稳定物而呆在后座上的货币旅客偶尔发生倾斜的危险，同时，还能够防止方向盘发生急剧转动从而把汽车打发到路外去的危险。以下各章，就试略述这样一种货币政策。

第二章　联邦储备系统的工具

控制货币和信贷的职权，分散在为数众多的政府机构中：联邦储备系统；财政部（通过其债务管理活动，外汇平准基金以及信托基金管理）；联邦存款保险公司；联邦农业银行；各种与住房信贷有关的机构，例如家庭住房金融机构；退役军人管理局；联邦国民抵押协会；以及诸如此类五花八门的政府机构。然而，联邦储备系统和财政部则是其中起着最主要作用的两家机构，为了简化起见，我将仅限于讨论这两家机构。在这一章中，我将研究联邦储备系统可以利用的政策工具；下一章里，我将研究与此有关的债务管理问题。联邦储备系统的政策同财政部的政策以及同政府其他机构的政策之间的协调，问题虽然重要，但它不在本书的主题之内，故将其置而不论。

联邦储备系统对金融的种种控制权可以分为以下互相联系，又互相交叉着的三类：

首先，是存在着能够使该系统决定或改变现有货币总量的各种权力——这些权力我们可以称为货币政策工具。其中，最重要的是：有权进行再贴现业务并规定再贴现率；有权改变准备金要求量；以及有权在公开市场上买卖各种债券。

第二类权力能够使该系统影响贷款和存款分配，或者说，是影响利率结构的种种权力——这些权力我们可以称为特种信贷政策工具。它们包括：确定再贴现票据的合格性，最初，它有极为重要的意义，但现在只有次要的意义了；控制贷款的特殊用途，目前，只限于控制债券购买信贷的保证金要求，但过去却曾

不只一次地控制过对消费者分期付款信贷和房地产贷款，以及控制各成员银行对活期存款和定期存款所能支付的利率。这些货币政策工具由于影响着各银行的竞争地位和各银行及其他金融组织对不同资产的相对需要性，因而改变着利率的结构，也就成了特种信贷政策的一部分。然而，这些影响通常是第二位的。

第三类权力能够使该系统监督或调节联邦储备各成员银行的各种业务活动。这些权力包括：有权对各个成员银行进行贴现或拒绝贴现；有权迫使各成员银行履行资产和负债结构的法定限额；有权对各成员银行的帐簿进行有关检查。

此外，该系统当然还拥有能使自己履行诸如票据结算，兑换通货，以及对财政部所负的会计义务等服务性职能的权力。

对这些工具进行的这种随意的分类，在很大程度上反映了历史的偶然事件。这些工具一直在不断增加，从未减少过，只是有时临时中止了对消费者分期付款信贷和房地产信贷的管制权。这种合在一起的大杂烩，很难适应控制货币供给量的任务，反而使得这项任务更加难于实行。本章的目的就是提出些建议，说明怎样能使联邦储备系统可资利用的这些工具的集合体很好地实现合理化。无论是哪些准则在决定着需要生产的货币存量的变化，这种合理化看起来都是必要的。因此，我所建议的这些改革，其正确性并不取决于在这方面的任何预先许诺。它们在很大程度上具有技术改革的性质。

联邦储备系统的监督权和调节权是相对次要的，这项任务大多由其他机构——联邦存款保险公司，货币总监署，以及各种各样负责银行调节的州机构来处理。所以，我将越过这些权力，把对它们的评论留到讨论银行改革的下一章里去谈。同样地，我也将略过而不论及联邦储备系统的这些服务性职能。

特种信贷政策的工具

特种信贷政策的种种工具——票据再贴现合格要求，保证金要求，对消费者分期付款信贷和房地产信贷的控制，以及对成员银行支付的存款利息的控制——是比较重要的，但我宁愿概括地论述它们，以便留出篇幅来讨论货币政策工具中最重要的问题。在这些工具中，前三者涉及解释信贷的具体用途问题。它们的制定，大概反映了这种看法，即认为让市场来分配信贷是不适当的。第四种工具，虽然具有类似的作用，却有着不同的起因，即人们认为它会改进银行的种种业务。

票据再贴现合格要求

票据再贴现合格要求这一工具，始自联邦储备系统成立之日。它的设立，是由于当时大多数人都囿于普遍存在着的那种谬见：实物票据学说。①他们将再贴现业务视为该储备系统的主要职能，并且认为，如果这种职能被限制在实物票据的再贴现业务范围内，那么，就能使它在货币供给中造成适当的"伸缩"程度，也就是说，使种种贷款真正能够维持自我清偿(self liquidating)商业交易的需要。票据再贴现合格要求就是被用来实现这项目标的。尽管"票据再贴现合格要求"这个词仍被保持不变，但是，由于在第一次世界大战期间扩大了对种种以公债为担保的债券——按早期学说几乎不能算做"实物票据"的债券——的再贴现，这种票据再贴现合格要求的实质被迅速地改变了。这种合格要求在1932年的"格拉斯-斯特高尔法令"以及在 1935 年应

① 参见劳埃德·W·明兹：《银行理论史》(芝加哥1945年版)，特别要注意第11章和第12章。

联邦储备系统的要求而制定的“银行法令”中，被进一步降低了。这是因为联邦储备系统认为，票据合格性限制是说明该系统未能防止上次银行崩溃的一个重要因素（这一点在我看来是没有什么道理的）。目前，这种合格要求除了其历史意义外，几乎毫无意义了。就上述政策而论，联邦储备系统长期以来都承认，赖以扩大信贷的附属担保物的种类，实际上和信贷的最终用途无关。因此，即使控制信贷的用途是必要的（我认为这是不必要的），合格要求对于控制信贷使用来说，也只会是一个拙劣的策略。

控制保证金要求

控制保证金要求，是联邦储备系统于1928年和1929年防止“信贷”被用于助长股票市场繁荣这个注定要失败的企图的一个结果。当时储备系统曾求助于所谓的“道义劝导”或“直接压力”——这是联邦储备系统由于这种或那种原因而不愿行使它的其他权力时，所通常赖以施加影响的方法。联邦储备系统再次认识到，“道义劝导”或“直接压力”的作用，只会改变信用交易的形式，而不改变其实质，正如它在建立之初就已经充分认识到，并在朝鲜战争期间当求助于类似办法时再次认识到了的那样。于是，联邦储备系统便试图获得更多的权力。当1933年和1935年的“银行法”修改了联邦储备的权力后，它就作出了限制用于“冒险”目的信贷使用的努力，1934年颁布的“证券交易法令”，则授予联邦储备系统对购买各种证券的贷款强制课以不同的保证金要求的权力。

1928年和1929年，联邦储备系统对股票市场的参与，使它遵循一种对一般工商业来说是太紧了、而对阻止股票市场繁荣来说又是太松了的一般信贷政策。股票市场的繁荣无疑对事件的随后进程具有另外一些影响，但我怀疑，这种对储备政策的影响，

很可能确实有着极大的害处。由于股票价格波动的戏剧性性质，促使该系统和其他政府机构对波动本身比对它们作为经济变化的一个根源的作用给予更多的注意，而不去注意对经济变化的正常反应，指派给该系统的对用于股票市场的信贷用途的特殊责任，更增强了这一倾向。只要该系统具有它目前这种范围的相机决择权，它就只会紧紧盯着一般经济状况，而且除了作为一般经济状况的指标的变动以外，不管其他特殊方面发生什么情况，都不能使它转移这个注意力。至于我本人则认为，把用于购买或持有各种证券的信贷挑出来给予特殊的注意，是毫无道理的。但是，如果要做这件事，那它应该是作为针对证券市场调节的某种政策的组成部分，并且应该由一个对这种市场负有特殊责任的机构来进行，而不应该由联邦储备系统来进行。

对消费者分期付款信贷的控制

非常幸运的是，对消费者分期付款信贷的控制，现在已被中止了。这项控制是1941年9月由行政命令首次提出来的，1947年11月又被国会废止了，1948年夏再次被国会批准实行了9个月，朝鲜战争爆发后也实行了这项控制，1952年才又被撤消。对房地产信贷的控制，只是在这一时期的最后阶段，即从1950年10月到1952年5月才生效的。战时提出的对消费者分期付款信贷的控制，是通常在战争时期所采取的各种直接控制的一部分。这项控制提出后不久，由于许多耐用消费品的生产受到抑制，使它在很大程度上变成没有意义的了。对消费者分期付款信贷控制之所以被再次提出，并且后来又加上了对房地产信贷的控制，在很大程度上是因为联邦储备系统用债券支持计划来作为对付通货膨胀压力的主要武器已不再奏效了，因此，联邦储备系统企图，或者仅仅是希望这些直接控制能够成为一个替代物。

对银行存款利息支付的控制

禁止成员银行对活期存款支付利息以及授权该储备系统规定定期存款利息的法律条款，是于20世纪30年代早期的银行业发生崩溃后颁布的。人们根据这样的理由而认为这些法律条款是合理的，即过去对存款支付利息的做法，使银行为了获得比在不支付利息情况下更多的盈利，而去奉行一种更为冒险的投资政策，因此也就加速了银行业的崩溃。这种赞成对存款利息支付加以限制的主张具有很长的历史；例如，O.M.W.斯普里奇在其著作《国民银行法下的危机》中，就已提出了这种论点（国民银行法是全国货币委员会于1910年颁布的）。然而，谬误的东西也可能和正确的东西一样古老。这种对利息的限制就是政府操纵价格的一个清楚例证。赞成政府操纵价格的论点，就是通常卡特尔为决定价格进行辩护的论点——操纵价格是符合公众利益的，因为，除非卡特尔的成员们获得"适度的"或"合理的"利润，否则就将使它们去进行种种不道德的、或对社会来说是不明智的活动。当然，在实际上，决定银行向其存户支付的价格，* 无论如何都不会影响银行按最能盈利的方式来分配其资财的动机。如果这种禁令是有效的，如果它最终增加了现有银行的盈利，如果进入银行业是自由的，那么，其效果就会是将各种追加的资源吸进银行业，直到对技能和投资于银行业中的资本的报酬再次大致上达到竞争水平为止。如果其他条件得到满足而进入银行业受到限制（获得特许而进入银行业多少是由于其必要性），那么，其效果就会是银行股票有一个更高的市场价值，而对技能和对每一美元资本市场价值的报酬则大致处于竞争水平。资本给他的最初所有者带来的盈利，怎样不断地导致后来的所有者为了某种所谓避免风险的社会利益而牺牲潜在的利润，这

* 据说，利息是资本借贷的"价格"，决定"价格"即决定利息率。——译注

可说是一种秘密——即使人们承认（而我却并不这样认为）这种行为是符合社会愿望的，而且，为了所谓的社会利益而牺牲私人利益的这种个人愿望，实际上是与收入和财产相联系着的。

实际上，支付活期存款利息的禁令一直收效甚微。强制实行这项禁令时，各种利率都很低，因此，无论有没有禁令，各银行都得收取手续费，而不支付或只付极少的利息。自那时以来的大多数时期，在银行已提供的服务以及为此而收取的费用方面，展开竞争的余地始终是充分的。直到最近，在对定期存款可以支付的利率进行限制方面，也同样有着这种竞争的余地。

这些限制最初受到了各商业银行的明确欢迎，因为这些限制牵涉到政府对银行经营中某一成本项目强制规定最高价格的问题，因而也就是由政府方面来推行买方独家垄断或购买卡特尔。然而，由于诸如家庭住房贷款协会，互助储蓄银行，以及类似的其他一些金融中介组织的介入，争取定期存款的竞争越来越激烈了，这样，近来各商业银行就已不大受这种对定期存款利率所强加的限制的摆布了——一般而论，这是一个主张购买卡特尔和销售卡特尔的相当典型的事例的发展过程。所谓竞争的种种弊端，是由于要利用银行作为推行货币政策的一种工具，而强加于与其他金融中介组织有联系的商业银行的，在所有关于这些弊端的广泛讨论中，这是一个已经提出的少数正确观点之一——受制于价格决定已经成为一种不能认清货币目标的竞争弊端。

这些特种信贷政策工具就是我在第一章曾欲说明的种种权力。在那里，我曾指出了它的危险性，即政府干预会从那些适当的领域扩展到那些不适当的领域。每一项权力，都是一种影响特定活动命运的具体管制，都涉及到对经济事务进行事无巨细的干预，也都很少和政府货币当局的基本职能有关，而这种基本

职能只包括对货币的数量设置一个外部限制以及防止伪造经济等价物。所有这些职权，除了规定票据再贴现合格要求外，都始自本世纪30年代或更晚些时候。它们的制定部分地反映了整个舆论转向赞成政府更广泛、更详尽地干预经济事务。正如这种舆论已经由盛而衰了一样，人们对政府干预的热情也已减退了。这些职权没有一个是为联邦储备系统控制货币存量所必要的，如果说它们对于控制货币的数量有什么作用，那也不是很大的。硬要说有时，他们的作用也只是在不同的用途中来分配贷款方面，在决定贷款的结构方面，而不是在该贷款资金的数量水平和决定利率方面。所以，那些目前仍然生效的权力应该废止，或者，最起码应从联邦储备系统的权力中删除掉，并且不应该再规定类似的一些权力。

为了更深入地看问题，我也许应该补充说，这些控制带来的不良效果的重要程度，由于在诸如住房、农业以及小企业等方面已经实施了的各种优惠信贷方案所产生的那些相应的效果，而被大大掩盖了，但这已经超越了本书讨论的范围。

货币政策工具

现在，我转向讨论联邦储备系统的主要权力，货币政策工具——公开市场活动，再贴现业务，以及可变准备金要求。关于这些工具，我将证明：唯有公开市场活动是实行货币政策的一个有能力而又有效的工具。再贴现业务是某个早期时代及其需要的一个不合时宜的遗物；其本原功能已消失殆尽。准备金要求的变化虽然是一个后来才使用的新方法，但对于控制货币存量来说，它和再贴现业务同样分享了作为一种拙劣技术工具的性质。它们两者都应该被废除掉或作出重大的改变。在陈述这种观点

时，我将首先证明公开市场活动是一个有能力的工具，然后再来审查再贴现业务和可变准备金要求。

公开市场活动的能力

我所说的货币总存量，是指通货加上经过调整的商业银行存款(即不包括同业存款、美国政府存款、以及托收过程中的各种项目)。在任何时候都存在的货币总存量，都可以作为以下三种变量的一个函数来表示：(1)除了财政部和联邦储备系统外，由公众所有效使用的通货数量，以及作为库存现金的通货数量加上联邦储备银行的银行存款量——通常被称为高能货币(high-powered money)的数量；(2)公众所持有的通货量与其存款量的比率，或称为通货-存款比；(3)商业银业掌握的高能货币量(包括库存现金和储备银行存款)与其存款负债的比率，或称为准备金-存款比。① 设定这两种比率的数值，则货币存量和高

①在代数式上

假定 C＝公众持有的通货

D＝公众保有的存款

R＝库存现金加上存入联邦储备银行中的商业银行存款

M＝货币供给

H＝高能货币

则 M＝C＋D

H＝C＋R

$$\frac{M}{H}=\frac{C+D}{C+R}=\frac{\frac{C}{D}+1}{\frac{C}{D}+\frac{R}{D}}$$

因此 $$M=H\cdot\frac{\frac{C}{D}+1}{\frac{C}{D}+\frac{R}{D}}$$

要注意的是，对各项所下的定义必须前后一致。例如，如果D包括了互助储蓄银行中的存款，那么，互助储蓄银行的库存现金就必须被包括在R内；如果D不包括在互助储蓄银行中的存款，那么，该银行的库存现金也就必须包括在C内。如

能货币的数量成正比例。设定高能货币的数量，则货币存量越多，通货-存款比就越低，同时准备金-存款比也就越低。

通常，联邦储备系统能够通过两种方法来影响高能货币的数量。通过买进或卖出债券和通过改变贴现率，从而给各成员银行提供一个向该系统进行再贴现、或进行借款的或大或小的刺激。此外，高能货币的数量还受到除联邦储备系统直接操纵外的种种因素的影响。在这些因素中，更重要的是：由种种与改变贴现率不同的原因所引起的成员银行再贴现数量和借款数量的变化；由联邦储备系统支票结算所引起的联邦储备"票据流通"数量的变化；黄金流量的变化；以及财政部的现金收支，或财政部在联邦储备银行的收支变化，等等。

联邦储备系统一般不能直接影响通货-存款比。但它的各种活动可以起到间接的作用，例如，可以通过改变利率和价格水平，从而转过来影响公众试图维持的通货-存款比。本世纪30年代初，出现了一个与这种间接的做法相当不同的历史事例，当时，起初是公众极力将存款兑现为通货引起了银行的破产，而联邦储备系统却未能将高能货币的数量扩大到足够的程度去防止银行的普遍破产，这就促使公众对银行更加缺乏信心。然而，从大体上说，联邦储备系统必须认识到，通货-存款比是由非它所能控制的那些力量决定的，正是这些力量使公众在其意欲持有的现金余额形式方面的偏好尖锐化了。

果D包括商业银行的所有存款（正如我们自始至终将要假定的那样），那么，R就包括商业银行保有的所有高能货币。如果D被限定为活期存款，那么，或者是对R下的定义仍旧包括商业银行保有的所有高能货币（其中，式$\frac{D}{R}$不是一个意义十分丰富的比率），或者必须将商业银行保有的高能货币看成由以下两个部分所组成：一个部分是与活期存款挂钩的高能货币；另一部分是与定期存款挂钩的高能货币，只是前一部分被包括在R内，而后一部分则包括在C内。

联邦储备系统通常能够靠改变准备金要求，从而改变银行试图保有的、与其存款成比例的高能货币数量来影响准备金-存款比，当然，尽管在准备金要求和实际的准备金-存款比之间，并不存在固定而又机械式的关系。此外，准备金-存款比还可能由于其他一些原因而改变，例如，由于：存款在活期帐户和定期帐户之间的转移；存款在保有不同的高能货币与存款的比率的各银行之间的转移；银行资产所能赚取的或借款所必须支付的利率的变化；存款提现的预期需求（这种预期需求改变银行希望保有的高能货币数量）的变化，等等。

为了证明仅有公开市场活动就可以有效地实施货币政策，而不论货币政策所针对的目标是什么，我们现在暂时假定联邦储备系统不能向其成员银行放款，或不能为他们贴现票据，并且假定准备金要求被冻结在其现有水平上，同时联邦储备系统也无权提高或降低准备金要求。在所有其他方面，我们可以假设，联邦储备系统恰好按照其目前的运行方式来运行，而且其存款负债仅仅留有满足各成员银行准备金要求所需要的交换媒介数量。① 还可以假定各成员银行靠向其他银行借款（通过联邦储备基金市场或其他渠道），或通过处理资产，就能满足追加准备金的任何需要，正如他们现在主要就是这样做的，而且在本世纪30年代的一段长时期内，他们几乎也都是这样做的。

在这些假设安排之下，联邦储备系统只有通过改变高能货

① 要完全避免向成员银行的所有贷款，就需要改变结算支票的方法，因为现在这种方法涉及到以联邦储备以"发行"（"float"）的形式向成员银行出借无息贷款。为了简单起见，我得撇开这个问题。但是发行是使联邦储备系统逐日和逐周的信用清偿相当易于变化的一个根源，因此，为了按我建议的思路进行充分的改革，就需要注意一下这个问题。同时，发行是那种支票结算方法的一个不自觉的结果，而不是一个被联邦储备系统或成员银行所操纵的信贷来源，但它可以很容易地变成这一来源。

币的数量才能影响货币存量，也只有通过买进或卖出债券才能改变高能货币的数量。①但是，这些方法却不足以引起任何令人满意的变化，实际上，只有通过公开市场活动，联邦储备系统才能使这些变化变得比现在这样更为平稳，并使预想变化(desired change)与实际变化之间的差距更小。

例如，让我们假设，人们希望以某一特定的速率来扩大货币存量，这样，联邦储备就必须购买债券来增加高能货币的数量。它所购买的债券数量取决于两个因素：第一、它想增加多少高能货币的数量；第二、它对影响着高能货币数量的其他因素是否会发生变化作出什么样的估计。

照目前的情况，确定第一个因素需要考虑到通货-存款比和准备金-存款比可能会发生的变化。也就是说，需要估计到这一点，即必须以何种比率来增加高能货币，才能产生预想的货币存量增加率。关于这一步，存在于假设的安排与现实的安排之间的一个区别正是影响准备金-存款比的一个因素。目前，这个比率受到再贴现工具的有效性和准备金要求能否改变的可能性的影响。这些因素的意义在整个时间内是发生着很大的变化的，因而，与没有这些因素的情况相比，这些因素的存在使准备金-存款比更加不稳定了。因此，要估计导致货币存量的预想变化所需要的高能货币的变化是什么，也就有可能比现在多少更为准确一些。然而，在这方面的差别不会太大。

一个更为重要的差别在于第二个方面，即影响高能货币的其他因素可能会发生的变化。目前，这些因素包括了成员银行

① 为了简单起见，我在这里假设的情况是财政部对联邦储备的收支款不受联邦储备控制的支配。当然，实际上，通过联邦储备系统与财政部进行合作，在商业银行和联邦储备银行中转移财政部的存款，也能改变公众掌握的高能货币数量。参见第55页

向联邦储备系统的借款数额，这一数额不仅会由于其他原因而易于变动，而且更为重要的是，这一数额由于受到了联邦储备系统公开市场购买活动的影响而处于一种高度易变的形态中。作为这种购买活动的一个结果，成员银行得到了更多的高能货币，他们很可能使用一部分增加了的高能货币去清偿对联邦储备系统的负债。如果他们使用的这一部分高能货币是固定不变的，那就仅仅意味着联邦储备系统购买1美元债券所增加的高能货币，不会是 1 美元，而是1美元中的一个稳定部分，比方说是80美分，这样，该系统要将高能货币增加到 1 美元，就不得不购买1.25美元的债券。事实上，成员银行所使用的这部分高能货币并不固定不变，而是变化很大。这种变化取决于既影响着成员银行未清偿的借款数量，又影响着成员银行增减借款的意愿的许多情况。在这种假设安排之下，成员银行的借款实际上并不存在，而联邦储备系统购买1美元债券也就给高能货币增加1美元。虽然还不得不给其他因素诸如黄金流动和财政部的收支平衡的变化留下余地，但是，这样做的结果，和通常情况并无不同之处。因此，与通常情况相比，在这种假设安排下，联邦储备系统购买债券的活动与高能货币的变化之间，就会有一种更为密切和更可预见的关系。

如果希望按照一个既定速率去减少而不是增加货币存量，也有理由得出同一结论。这样，联邦储备系统就会出售债券以减少高能货币的数量。该系统所要减少的高能货币的数量就取决于通货-存款比和准备金-存款比的预期状态，在这假设安排的情况下，后一个比率就可以估得比在通常情况下多少更为准确一些。联邦储备为了实现减少高能货币的预想而不得不出售的债券数量，又会同样取决于影响着高能货币的其他因素的预期状态，而这些因素中最富于变化的一个因素，成员银行的借款

在这假设安排的情况下就不复存在了。这样，就可能更为准确地估计联邦储备系统需要出售的债券数量。

使货币存量轻而易举地发生预想的变化，还隐含着这种情况，即要避免货币存量的非预想变化还会更容易一些，这也是出自于同样的原因。在这假设的安排下，这些变化的现存的某些根源就会被消除，而新的根源也不会产生出来。

单纯由公开市场活动所引起的货币存量扩张的界限是由联邦储备系统能够购买的债券数量所规定的——虽然其黄金储备要求可能象现在这样规定一个更为狭小的界限。货币存量紧缩的界限由联邦储备系统能出售的债券数量所规定。现在这些界限竟然宽到不着边际的程度：联邦储备系统所购买的全部能在市场上出售的未兑现的美国公债将会使货币存量在这种假设安排的情况下成为一个四倍体；联邦储备系统在其有价证券方面所出售的全部债券竟然超出货币存量的一半。在这些界限内，该系统只要单独通过公开市场活动，就可以在货币存量方面产生它所希望的任何变化。由于这些界限而明显地使联邦储备系统的作用受到妨碍的情况，在历史上仅有一次，发生于联邦储备系统成立后不久。1914年欧战爆发后，大量的黄金流入，增加了高能货币的存量，而联邦储备系统却无力去抵消这种流入，因为它没有可获利的资产(earning assets)出售。联邦储备系统认为，在1935年至1937年间，当超额准备金已经大于联邦储备系统的安全保有量时，其活动也受到了妨碍，关于这个插曲，我回头再来讨论。作为一种实际情况，这种局面似乎不可能再次发生了。然而，从原则上说，正如经常在建议的那样，为了保证这种局面不再出现，授予联邦储备系统以发行自己债券的权力将是十分理想的。

我已经以货币存量的变化为条件阐述了这些分析。因为，

由于我相信将在本书分析过程中逐渐变得清晰的种种原因，在我看来，无论人们希望产生的货币存量的变化可能采取什么样的特殊方式，货币存量似乎总是用来阐明联邦储备政策的理想变量。然而，结论并不取决于这种推想。让我们设想以其他一些条件来阐明货币政策——也就是说，作出一种或许会博得最广泛支持的选择，"该"利率，我们可以通过对它的解释，来得出它的运算内容，以决定在某个债券明细表上市场利率的加权平均数。在假设安排的情况下，该系统直接通过买卖上述债券就能够影响这个平均利率。如果它们是一种被授权买卖的债券的话，该系统通过改变公众所掌握的高能货币，从而改变银行和非银行公众(non-bank public)购买上述债券的意愿，也能够来间接地影响这一平均利率。如果在通常安排的情况下，就可以实现利率的预想变化，那么，在假设安排的情况下，也可以实现这个变化。它仅仅只受这样的条件限制，即实现利率的预想变化要求高能货币的变化不大于联邦储备系统能够买卖的有效债券存量的变化。但这是一个没有实际意义的限制条件。要证实这一点是相当困难的，即如果没有再贴现业务和可变准备金要求，那么，公开市场活动对于实现这个目标来说就会是一个比在通常情况下更为有效的工具。其原因是，我们对于各种特种利率的变化和货币供给的变化之间的联系知之甚少，甚至可以说完全不明确。但是，既然那些喜爱将利率的变化作为制定货币政策的指导或准则的人，通常将货币存量的变化视为影响利率变化的一个重要渠道，那么，在公开市场活动与货币供给量的最后变化之间的这个更为稳定、更为确定的关系，也就大抵上暗含着公开市场活动与特种利率的变化之间，有一个更为稳定、更为确定的关系。

当然，作为货币政策的一种工具，公开市场活动的有效性，

并不是我们单独地依赖这种工具的决定性原因。在某些情况下，单独的贴现活动或单独的可变准备金要求，也可能是有效的；在这样或那样情况下，后面这两种工具，也许能够实现其他一些会证明靠公开市场活动是不能有效发挥作用的可取目标。让我们来考察后面这两种工具。

再贴现业务

正如第一章已提到了的那样，国民银行时期 (national banking era) 的货币恐慌，形成了一些人对于中央银行的目标的看法，联邦储备系统就是由这些人所创立的。在他们看来，需要解决的主要问题是银行业危机，这种危机是由公众普遍地希望将存款迅速地转换为通货而造成或导致的，而这种情况的发生则通常是因为一些著名的银行或商号的破产，使得公众对银行业丧失了信心。在部分准备金银行体制下，为了对付普遍的存款提现活动，所采取的办法只能是或者增加高能货币数量，或者激烈地减缩货币总量。在联邦储备系统建立之前，高能货币的大规模增加一般只能来自于黄金输入。这需要时间，也需要有一个相当强有力的刺激。于是，首先发生的，就是一场几乎不受遏制的激烈清偿危机。单单一家银行也许能够将其资产转换为通货；而整个银行体系则无法做到这一点。许多单个的银行如果都极力将其资产转换为通货，就会产生大规模清偿的压力，而这必然会导致货币总供给紧缩。除非这个过程被尽早地制止住，否则，这种谋求清偿的意图将迫使银行资产的价格降低，并使大多数银行遭受技术性破产。

正如我已经提到了的那样，在事态发展之后，进一步的治疗对策就是所谓的暂停支付——各银行之间通过它们的票据交换所协会(clearing house associations)达成的一种协议。这些

银行承受“经过票据交换所”来转移存款的所有申请，但拒绝将存款兑换为来取即付的通货，虽然他们出于某些目的或为了某些客户仍会继续这样做。这个意义上的暂停支付并不牵涉任何大规模的临时性银行业关闭问题，也不牵涉到它们的金融业务的停止——象在1933年全国银行休假日所发生的那种更为激烈的情况一样。更为确切地说，这意味着产生两种仅能部分兑换的支付媒介，即通货和存款，这种存款是只能不完全地兑换为通货的存款，因而，这种通货也就成为人们所冀求的存款。一旦按一个灵活的而不是固定的兑换率对这两种可以互相转换的支付媒介的用途作出调整，那么，象过去有时出现过的情况一样，暂停支付有可能一连持续数月才结束，但不会导致经济的崩溃，而是的确会带来经济的复苏。

关于解决恐慌问题，用载入联邦储备法的一个标题的话来说，是“要提供一种有弹性的通货”。由于与发行者，或与使用硬币的输入者或输出者的直接利益违背的种种原因，联邦储备货币被设计得不同于其他的货币形式，以便能在短时期内在数量上发生相当大的变动。用这种方法，当存户希望将存款兑换为通货时，就能使增额的高能货币以联邦储备券的形式成为可资利用的了。从实质上说，“弹性”所针对的不是货币总量，而是其中一种货币——通货——相应与另外一种货币——存款——的数量，虽然，当时和现在一样，在这两种弹性之间当然还有许多模糊之处。再贴现业务要设计得成为能使加额的高能货币投入流通领域而随后又能回笼的一种手段。通过再贴现其资产，各银行不用减少其他银行的准备金就可以将它们转换为其客户正要提取的通货。联邦储备系统也就成了一个“最后求助的放款者”，准备着在危机到来的时刻提供流动资金，以满足客户对通货的普遍需求，否则，这种普遍需求会造成暂停支付，或导致

货币总存量的重大下降。

因此，再贴现业务最初不是计划用来不断地决定或改变货币总存量的。联邦储备法案成为法律时，金本位管制至高无上。应该继续实行金本位管制，并且应该让它在货币总存量的长期运动中起支配作用，也就被视为理所当然的事。这种看法，也反映在联邦储备法关于黄金准备率的条款中。在第一次世界大战和战后期间，金本位的特性改变了，对于货币存量的短期活动来说，黄金准备率在很大程度上已成为一个不相关的准则。于是，再贴现业务就演化成为不断地控制着货币存量活动的两个钳口之一，而公开市场活动则是另一个。在1929年到1933年的经济紧缩中，早在联邦储备系统成立时就已被预计到了的那种局面发生了，同时，通过再贴现业务发行的一种有弹性的通货也已计划付诸流通了。然而在这次事件中，这些工具却不能使该系统应付得了这场危机。如果作不同的处理，它们是否还是不适于应付这场危机呢？这倒是一个悬而未决的问题。

联邦银行存款保险制度的建立，是银行业崩溃的一个结果。它的目的起初不是为了解决银行业恐慌问题，而是为了保护存款者免受在早期年代里经历过的那种惨重的损失。然而，它在解决银行恐慌问题上也取得了成功，而这是再贴现业务过去不曾做到的。虽然存款得到的保证仅仅达到一万美元，但是累及存户损失的银行倒闭却几乎成为一去不复返的事情了。银行仍旧会破产，但不会倒闭。相反，由于联邦存款保险公司对其倒帐(bad assets) 负起了责任，这些破产的银行就易于被其他银行合并，或被其他银行改组。另一个间接的效果是防止了过去常常发生的那种连锁反应。即使一家银行倒闭或被改组，但使其他银行的存户受到牵连的原因都不复存在。存款对通货的比率的变化，作为变化了的各种偏好的一个结果，仍旧要发生，然而，这种

变化即使其幅度很大，却趋于渐进和平缓，而且也不会使单个银行陷于挤兑。涉及到如此一场普遍规模挤兑的清偿危机，现在几乎是不可想象的事了。为了使联邦储备系统充当“最后求助的放款者”而对于再贴现业务的需要，也就成为过时的了，这倒不是由于这项职能已经由别的什么机构担当起来，而是由于已不再需要履行这项职能了。为了避免误解，我也许应补充说，在应付银行系统的恐慌考验时，联邦存款保险制度所起的作用可谓功德无量，但在我看来，它并不是实现这个目的最为可取的手段。因而，我将在下一章提出另一种选择办法。

再贴现业务虽失去其最初的功能，但却获得了三种很不相同但又不太重要的作用。在某一种场合，它是成员银行借此能够经常地以比用其他选择更低的成本取得资金的一种手段。在这方面，再贴现牵涉到政府对金融机构中某一特别集团的特殊援助。令人难以理解的是，为什么说政府作出这种援助是合适的，或必需的，或者说为什么商业银行应单独被挑出来接受这种援助？资本市场是一个功能良好的(well-functioning)市场，也是一个灵敏的市场，所以，银行能够做好准备以其他方式为各种特殊需要提供资金供应——比如，象他们在本世纪整个30年代后期所做的那样，当时由于种种我将简单提及的原因，再贴现业务几乎无能力来应付这种资金供应。

在第二种场合，当成员银行出乎意料地发现可能出现赤字时，再贴现业务是能够借以迅速地调整其准备金平衡，以适应准备金要求的一种手段。然而，从实现这个目标来说，另一些手段同样也是有效的，而且已被广泛地使用了。其中，在最近几年里最为重要的是联邦资金市场(the Federal Funds market)。因此，和前一种功能一样，再贴现业务的这种功能不过是给成员银行提供的一种便利而已。

在第三种场合，正如前面提到了的那样，再贴现业务是联邦储备系统借以影响现有高能货币总量，从而影响货币总存量的手段。这是它现有的主要功能，也是我们据此而对它作出基本评价的功能。但从实现这个目的来看，再贴现业务却偏偏是一个在技术上有缺陷的工具。

再贴现业务的特征是，进行再贴现的主动权掌握在成员银行手中。这样，联邦储备系统本身无法通过贴现窗决定货币数量，也无法同时通过贴现窗和公开市场共同决定货币数量。联邦储备系统通过运用其相机抉择权来决定它将为之贴现的银行和它将对私人银行进行贴现的数量，或者通过改变贴现率，从而改变对想要进行贴现的那部分银行的刺激，就能够影响贴现量。这种相机抉择权的运用，是一种不可取的特殊信贷管制，它必然会使政府官员卷入对私人银行事务的琐碎干预之中，并随心所欲地作出决定。此外，这种管制也不可能以一种足够灵敏的方式采用来在短期内产生预期的结果。因此，它甚至也不是一个控制再贴现数量的有效工具。在大多数时间里，这种管制已经被暂时搁置不用。通常只有在联邦储备系统希望避免使用其主要武器——贴现率和公开市场活动时，才让它发挥作用。例如，在1919年，当在财政部的压力下，再贴现率维持不变时；1928年和1929年，当利用直接压力来阻止所谓投机性贷款时；以及在1950年到1951年，当债券支持计划生效时。不管对于再贴现业务做了一些什么，它的这个特征总是应该加以改变的。如果要保留再贴现业务的话，那么，它应该是一切成员银行都可以按照一些特定条件自由使用的一种权利，而不应该是一种特权。

贴现率是用来影响贴现量的主要手段。正因为如此，"贴现政策"通常总被视为专门涉及规定贴现率的政策。实际上当贴现率一直是作为一种间断性的工具来使用的，只有每隔一段较长

时间才使它发生变动，而且变动的幅度相当大。这种一阵一阵的运用方式往往将不必要的不稳定因素引入到经济活动之中。它还意味着，贴现率的变化是具有新闻价值并引人瞩目的。存在着对贴现率将要发生什么样的变化的推测，当这种变化发生时，则往往将它们解释成有重大的意义。如果联邦储备系统能够准确地预测未来事情的发展进程，而且能够在贴现率的变化与其预测之间建立一种清晰明瞭的联系制度，那么，这些“宣布效应”(announcement effects)可能就是十分可取的了，因为这样就可引导个人按照一种有利于该系统活动的方式来行动——尽管在那种情况下，仅仅通过公布联邦储备系统的预测，几乎就肯定能得到同样的结果。事实上，“宣布效应”是经济活动中的一种额外的不确定根源。

贴现率的第二个缺陷是，人们极难预测贴现率的变动对于贴现量变化效果的影响，更不用说对于货币存量变化效果的影响了。从它对成员银行的借款意愿的影响来看，在不同情况下，其效果也是很不相同的，这取决于如下因素：其他利率的水平；贷款的需求状况以及其他来源的资金供应状况；有利的投资机会；等等。

在我看来，有一个与此密切联系着的缺陷是极为重要的。贴现率是联邦储备系统为了使其货币政策的效果不会发生变化而必须不断地加以改变的某种东西。但是，贴现率的变化却被解释成似乎它意味着货币政策的变化。于是，这就既使联邦储备系统，也使局外人对该系统的活动作出错误的解释，同时，也使得该系统去奉行那些与其本来意图不同的那些政策。

在这些或许是隐晦的陈述背后，有一个关键之点，这一点我们在讨论第二次世界大战后债券支持计划的过程中已十分熟悉了，即一个不变的绝对利率，不论它是公债的收益或是贴现率，

在任何意义上都不意味着一种不变的货币政策。如果市场利率提高了，而贴现率并不提高，那么对贴现的刺激就会增加。这就致使通过贴现活动而扩张了的信贷数量发生增加，致使联邦储备系统的信贷清偿总量发生增加，并致使货币存量的增长率比在其他情况下会发生的更要快。与此相反，如果市场利率跌落，而贴现率并不跌落，那么对贴现的刺激就会减少。这就致使贴现活动和联邦储备系统的信贷清偿总量减少，并降低货币存量增加率。因此，无论那些模棱两可的条件是怎样确定的，同样的贴现率可以和银根"松"或银根"紧"互相配合，这取决于市场利率的水平；而且维持贴现率不变，可能还隐含着银根从"松"到"紧"的变化，或正好相反。为了使"松"或"紧"的程度保持不变，就必须不断地变动贴现率。

未能承认这一点，并且关注贴现率的绝对水平——或将其水平与某一早期水平相比较——把它当作衡量"紧"或"松"的尺度的这种倾向或许就是在联邦储备系统的经历中所发生的那些混乱和错误的唯一最为普遍的根源。这个谬误就是联邦储备系统之所以在1920年曾奉行了一种过紧的货币政策，并过久地保持这种政策的一个原因。所有的储备银行于1920年1月到2月都规定了6%的贴现率，纽约银行和另外三家储备银行于同年6月甚至可能还规定了7%的贴现率，但仍旧不够高到足以防止货币存量的上升，如果在1919年这样规定就可能要好些，而到了1920年晚期，这些贴现率却加剧了一场激烈的货币紧缩，而且仍维持不变，这就产生了益"紧"的效果，直到1921年5月为止。当时温和的经济收缩仍然意味着一种相对"紧"的货币政策。

从1929年到1933年，联邦储备系统针对贴现率的不断跌落——除1931年秋的那次引起了灾难性的上升外——不断地重申它正奉行着一种"松"的货币政策。然而市场利率当时正在更为

迅速地跌落，而根据任何有关的测试，该系统的政策都必须调整得更紧一些——当然，如果是把货币供给的行动或金融机构的状况作为指导的话。

人们普遍认为，联邦储备系统在本世纪30年代后期奉行着一种十分“松”的货币政策。事实上，虽然用历史的标准来衡量，贴现率从一个绝对意义上说是低的，但与先前的任何时候相比，它以更大的盈余超出短期资金市场利率，只有1933年银行休假日前的几个月是唯一的例外，但就在当时，贴现率甚至也远远高于短期资金市场利率。结果，到了本世纪的30年代后期，贴现业务几乎完全不起作用了。从1934年到1936年，以及从1938年到1940年，货币存量大量而相对迅速地增加的情况，根本不能归功于松的货币政策；它完全是大量黄金流入的反映。而这一次黄金的流入则在很大程度上首先是由财政部的金银收购计划造成的，希特勒篡权后，来自欧洲的资本外逃则促进了这种黄金的收购，后来则主要是由于战争的威胁增加使外逃资本流向美国造成的，金银收购计划则促进了这种资本的外逃。

第二次世界大战期间和战后数年间所实行的多灾多难的债券支持计划就是使上述谬论得到最普遍承认的例证。

这种谬论的另一个更新和更为复杂的表现形式是曾一度强调过把“自由准备金”作为货币政策是“松”还是“紧”的重要准则，而且在某种程度上现在还是这样。人们把“自由准备金”定义为成员银行的准备金余额(reserve balances)与其必要准备金额和他们从联邦储备系统的借款的总和之间的差额，换言之，也就等于“超额准备金”与“借款”之间的差额。从算术上说，很清楚，自由准备金的任何既定水平，都与货币供给的迅速增加或迅速减少相适应。超额准备金和借款额两者都可以维持不变，而准备金总额和必要准备金却能以任何速度升降，或者是超额

准备金和借款额两者都可以发生变动，而它们的差额却维持不变。在经济意义上，很可能存在着银行于任何既定时间都愿意维持的自由准备金的某种水平，即这些银行既不试图通过变卖资产去增加，也不试图通过收买资产去减少的一个自由准备金水平。我把这个水平称为“预想的自由准备金”。如果储备系统试图通过公开市场活动去维持一个更高的水平，那么，银行就会设法使用超额准备金去增加其资产，而在此过程中货币供给和必要准备金将会增加，这就减少了自由准备金。联邦储备系统可以通过创造更多的高能货币来使这些银行受挫，这就将导致货币供给的持续增加。相反，如果该系统试图维持一个低于预想的自由准备金水平，那么，它只须通过促使货币存量下降便可以做到这一点。因此，在任何既定时间——而这正是自由准备金学说中的正确因素——都存在着一个与货币供给不发生变动相适应的自由准备金水平；较高的自由准备金水平隐含着货币供给的增加，该水平越高，货币供给的增加就越迅速；而对较低的水平来说，情况就正好相反。但是，与货币供给不变、增加或减少相对应的这些准备金水平并不能在所有时期都维持不动。困难在于自由准备金与预想的自由准备金相比的规模，而不是其绝对规模。银行所希望的自由准备金水平本身并不是固定不变的。这取决于资金的需求和供给状况，取决于市场利率及其与贴现率的关系。设贴现率不变，但市场利率下降，则银行就希望维持较高的自由准备金水平。比如说，一个从前与3%的货币存量年增长率相适应的自由准备金水平，现在可能意味着是0%的货币存量增长率——这就是关于贴现率的粗陋谬论能在这样一种相当复杂的分析中起到作用的方法 我宁可猜想，1957年所发生的事情，也就是与此类似的，而且对联邦储备系统而言据说还是和那一年最后几个月一样紧。

正如1957年的例子所提到的那样，同样的贴现率或同样的自由准备金水平隐含着不同的货币扩张率这个事实，发生在经济周期的顶点是特别不幸的。和我们之中的其他人一样，该储备系统也不愿承认，衰退在其开始之后要经历一段时间才会停止。同时，维持不变的贴现率或不变的自由准备金水平就隐含着通货紧缩的货币压力。按这种方式，商业周期的顶点就存在着一种自动导致货币存量增长率下降的趋势，这恰恰与大多数学者可能认为是理想的自动反应相反。

运用贴现率来控制贴现量的最后一个不利之处是，它易于促使可被称为货币政策的"货币"效应——对货币存量的效应——与货币政策的"信贷"效应——对帐面利率以及信贷市场的其他状况的效应这两者混淆起来。这两种效应为什么会混淆起来，是易于说明的。在现代金融体系中，货币的创造是和借贷活动以及投资活动连系在一起的，而货币存量的变化通常是通过信贷市场发生的。然而，两者之间却没有必然的联系。例如，在一个使用纯商品货币的经济中，货币存量的变动可以通过某种商品货币的买卖来发生而根本不经过信贷市场。实际上，货币存量与信贷状况之间的实际联系一直是变化不定的。但是，存在着一种联系这个事实，就已经易于导致过分重视货币存量借以发生变化的手段，而不是重视这种变化本身了。关于这种混淆，"实物票据"的谬论早已提供了一个古老的例证。最近，与约翰·梅纳德·凯恩斯的名字联系着的经济思想的变化，则使人们几乎完全忽视货币政策的"货币"效应，而集中注意货币政策的"信贷"效应。人们认为，货币存量的变动充其量能导致帐面市场利率在一个有限范围的变化，从而引起支出流量的变化，除此而外，似乎没有什么别的作用。因此，联邦储备系统内外对于货币政策的效应的这些分析，也始终倾向于以帐面利率水平及

其波动的分析为限度，而完全忽视货币数量的变动。①

把货币数量变化的一切作用，都看作是以利率的变动及其继而对支出流量的影响为媒介而发生，这在分析上是可行的。但是，要全面完整地进行这种分析，就需要不仅考虑到"帐面市场"利率，而且要考虑到比这更大得多的利率范围，例如，考虑进入消费者关于保有耐用物品存货决策的隐涵利率(implicit rate)。

混淆联邦储备政策的"货币"效应与"信贷"效应，这是一个灾难，几乎完全不顾人们对于货币存量变化的经济重要性，以及对于这种变化借以发挥其影响的渠道可能持有的种种观点。在目前情况下，联邦储备系统在决定货币存量方面占据着支配地位——它可以在十分广泛的范围内产生它想要产生的任何货币存量，并且达到很高的精确度。相比之下，在资本市场上的众多机构中，它只是其中之一。它也许能够固定一些债券的收益，但只能牺牲其对货币存量的控制，并且甚至只能在相当狭窄的范围内。它无法长期决定资产的整个收益结构。战后所有国家的经验已经确定无疑地充分证明了这些见解。因此，即使有人认为——虽然我不这样看——与资本市场的变化相比，货币存量变动的经济效应是相对并不重要的，而且主要是通过影响帐面利率来施加其影响的，联邦储备系统的作用还是去控制货币存量。尽管有人于是可以希望根据联邦储备系统在帐面利率方面造成的变化，来确定它在货币存量方面将会造成什么样的变化，对于联邦储备系统的各种工具，还是应该根据其能够做到的

① 有一个鲜明的例子，这就是罗斯对1937—1938年紧缩所作的详尽无遗的，另一方面又是精辟出色的分析。虽然罗斯在其方法上是高度折衷的，但无论如何他所注意的，不是联邦储备系统的政策对货币存量的影响，而是仅仅考虑它的政策对市场利率的影响。见肯尼斯·罗斯：《衰退和复苏经济学》(新哈芬1954年版)，第101—102页。

效能来评价。贴现意味着某一特种利率的设置这一事实，助长了这样一种信念，即联邦储备系统正在直接控制着利率，并且其目标就是去做到这一点。这就使该系统和外界都对其政策作出了错误评价。这还约束了联邦储备政策，因为联邦储备系统在超出其控制之外的事情上受到了恭唯或责难。当任何对利率的影响在实际上可能是完全偶然地符合联邦储备系统的目的时，这就被描述成是有意针对着一个“过高”或“过低”的利率水平而采取的行动。它可以，而且我还愿意说应该提高或降低贴现率，不是为了影响利率而是为了影响货币存量的变化率。

为了避免这些不利之处，就应该取消再贴现业务。这样，联邦储备系统就不必再宣布贴现率或改变贴现率了；这样，它也就能直接控制它所创造的全部高能货币的数量，它也就不会由于其偶尔改变贴现率以及由于在与不变利率相结合着的或“松”或“紧”的政策方面非存心发生的改变，而成为一个不稳定的根源，也不会由于这些非存心的改变而被导入歧途；它也不大会由于把注意力放在其政策的“信贷”效应上而被迫改变自己的主要任务。

如果取消了再贴现业务的话，那么，现在由贴现率所履行的一个较次要的职能就需要由某种其他方式来提供。由于必要准备金在事后才得到计算并且需要预先加以估算，因此，必要准备金和实际准备金之间出现一些差额是不可避免的。然而，必须对这种差额课以罚金，以执行准备金要求。流行的做法是，该罚金通常是一笔与这个不足额的利息相等的收费，其利率等于加上两个百分点的贴现率。最简单的选择也许是采取一个固定的“罚款”率。为了避免使这种差额成为贴现业务的一种间接形式，该“罚款”应大到足以使其或许适当地高于市场利率的程度。这

样，该罚款就将成为一个真正的“罚金”贴现率的等量物——用在联邦储备系统的早期曾引起了这么许多议论的话来说——除了不附带担保品，没有贴现合格要求或可能会涉及到的类似的东西外。

完全取消再贴现业务的另一选择办法，是遵循加拿大的先例，即让贴现率自动地与市场利率挂起钩来——目前加拿大按高于国库券的最新平均报酬率的1/4来规定每一周的贴现率。如果这个差额是足够高的，那就等于废除了贴现业务。另一方面，虽然这种做法会消除某些我已列举过的不利之处，但对废除再贴现业务来说，它肯定是一种下策，并且它还会为政府当局通过提供一定数量的用于销售的国库券，或通过类似的方法(如果某种其他利率得到利用的话)来影响贴现率，留下很多余地。

变动准备金要求

变动准备金要求的权力，是联邦储备系统那些主要货币权力中最新的一个，也是根据 1933 年农业调整法托马斯修正案，作为一项只有经过总统批准方能行使的临时性应急权力而授予联邦储备系统的。后来，根据 1935 年的银行法，它就成了一项无须总统批准就可行使的永久性权力了。

正如第一章所提到的那样，最初使用这项权力就是于1936年和 1937 年分三次使准备金要求量翻了一番。这是激烈的，也是很不幸的。这个错误的发生，是由于该系统错误地解释了在本世纪 30 年代中积累起来的超出了法定要求的巨额准备金。联邦储备系统认为这些超额准备金在很大程度上是成员银行无意的和被动的积累，它们是由于对贷款的需求不足，或者说是由于可接受银行投资供给的不足所引起的。因此，联邦储备系统相信，提高准备金要求所牵涉到的仅仅是给准备金余额重新贴上一个

标签而已，它并没有其他普遍影响。事实上，看来相当清楚的是，至少回顾起来是，超额准备金的积累在很大程度上是由于银行方面流动偏好的变动而激发起来的。1929 年到1933 年期间的痛苦经历已经使银行懂得了：仅以高能货币的形式还不足以使它保持为法律所要求的最低限度的准备金数量；根据法律，必要准备金是不能提取出来以满足应急要求的，除非银行面临倒闭的危险；对于所有的银行来说，再贴现能力已表现出是一种不可靠的依赖者(inadequate recourse)。这场大浩劫的幸存者们觉得很有必要为他们自己提供保护以防备意外需要，这不足为奇。超过必要法定准备金的存款，实质上是对仅仅超过有效准备金提供的作为必要准备金的高能货币余额所负的无担保债务。确实，联邦存款保险制度的建立早已使这一准备金的维持成为不必要的了，这正如后来的联邦储备的债券支持计划使公债兑换为等值现金成为不必要一样。但在当时，联邦存款保险还是一个新生事物，其效果尚不明显，而债券支持还是未来的事。因而，必要准备金的倍增就是准备金限额标签上的一个非常过分的变动；它急剧地削减了有效准备金的积贮，按成员银行对这种有效准备金的看法，它们可以用来抵偿这些必须防备的负债。这样的结果，就诱使银行去谋求重建其所谓的超额准备金，从而造成了减少货币供给的压力。从这些具体的现象来看，这一点是非常清楚的。同一时期由财政部实行的冻结黄金政策，则进一步加剧了第二次和第三次提高准备金要求所造成的效果。

某一种工具在技术上的缺陷会怎样极大地增加源于错误分析而形成的政策的错误，从而怎样起着一种独立的作用，这个插曲就是一个有趣的例证。如果改变准备金要求的权力过去没有被利用过，那么联邦储备系统可能就会代之以通过公开市场活动来谋求削减超额准备金了。假定联邦储备系统对超额准备金

已作了分析，那它就不会这样做，从而不会造成同样紧缩的效果吗？大致计算一下所涉及的三次提高准备金要求的顺序，问题就清楚了，其答案是：不会。最初一次准备金要求的增加，是在1936年8月生效的，它大约减少了15亿美元超额准备金。第二次以及第三次准备金要求的增加，分别生效于1937年3月和5月，又减少了15亿美元超额准备金。按联邦储备系统的分析，这些准备金大概在经济上是超额的，在法律意义上也是超额的，联邦储备系统在相应的时期，本来可以在公开市场上销售这些数额的债券来取得同样的结果。相对于该时期的其他数额来说，这些数额是过大了。这三次增加准备金要求总共涉及到30亿美元，比在联邦储备系统中的政府存款总额还超出了1/5，将近达到银行和非银行团体保有的高能货币总额的1/4。不能想象，该系统在几个星期中能够设法售出15亿美元的公债，而且接着在仅仅7个月后的2个月内，又进一步售出15亿美元公债。即使它过去已这样做了，也还没有承担起完成这项活动的责任，事实上，一旦宣布改变准备金要求，从而已经能够迅速地扭转经济进程时，这个结果就产生了。① 因此，这种已经使用了的工具不仅是一种使有缺陷的政策得以发挥作用的手段，而且实际上还影响了它的结果。

这类的错误不大可能会再次发生了。超额准备金现在很小。联邦储备系统现在把改变准备金要求的做法解释为不过是一种贴标签活动，似乎超额准备金的增加或减少会趋使促进或阻碍

① 在这些评论中，为了强调那些一般论证部分，我忽略了那些具体历史内容的细节成分。当时联邦储备系统故意避免公开市场活动。多年来，它所保有的公债总额几乎完全不变(除了在1937年4月，由于要对准备金要求的变化作出反应，才促使它购买了1亿美元的公债)。当然，要是联邦储备系统无权改变法定准备金要求的话，那么它可能就会奉行一种与此不同的政策了。但从另一些伴随的情况来看，它要做到这一点，似乎并不可能。

银行盈利资产的扩张。联邦储备系统现在觉察到了变动准备金要求的这种不连续的效果，因此，自战后以来，每一次改变准备金要求的做法，都是附带着进行旨在弥补对准备金状况的始发作用的公开市场活动的。1951年以来，所有准备金要求的变动都是减少，也都是在联邦储备系统希望促进银根放松时发生的。然而，可变准备金要求对于控制货币存量仍是一个在技术上有缺陷的工具，因而应被废除掉。如果要保持部分准备金制度，就应该按一个固定的水平来规定准备金要求，并保持不动。

可变准备金要求也具有某些和再贴现业务一样的技术缺陷，而且，它自己还具有更多的缺陷。其中最主要的一个就是这样一个事实：准备金要求的变动在时间上是不连续的，并且实际上在数量上也始终是不连续的，从我们对1936年到1937年的插曲的讨论来看，这是清楚的。曾经发生的最小变化是零点五个百分点。这一变化对所有成员银行来说，是一个比必要准备金总额的4%还要大的变化——其变动数额大于在准备金要求不变时的逐年正常变化。产生如此之大的能量的政策工具是否可取，似乎值得怀疑。人们没有机会来认识这种变化的效果，也没有机会用一些较小的措施来适应那些与预期不同的效果。此外，由于很难预见银行将会怎样对准备金要求的变动作出反应，因此这种缺陷更为严重了。银行的这种反应取决于许多有关条件，包括它们对准备金要求的变动是否将被扭转所作的预期，以及对准备金要求的改变是否是在同一方向上进一步发生变化的先兆所作的预期。

如上所述，承认准备金要求变化的这个缺陷，就是对联邦储备系统的战后政策，即变动准备金要求兼之以抵消性公开市场活动(off setting open market operation)的说明。只要引入公开市场活动充分抵消改变准备金要求所产生的影响，那么，这

就意味着，准备金要求的变动不会影响到货币存量，而仅仅会改变银行盈利资产与其总资产的比率，也就是说，会改变商业银行的盈利能力。事实上，由于刚才提到过的种种原因，人们不可能知道需要进行什么样的公开市场活动才能充分地弥补准备金要求的变动之不足。人们认为1936年在超额准备金和必要准备金之间的转化没有什么作用的看法是一个极端；这种转化并不求助于公开市场活动。而现在普遍流行的看法则认为，超额准备金的改变，无论是出自必要准备金与超额准备金之间的转化，还是出自准备金总额的变化，都具有相同的作用，便是另一种极端；这种改变，需要在公开市场上买卖在美元数额上与被释放或被吸收掉的超额准备金数额相等的债券。正确的说明也许就在这两种极端之间，而其恰当的位置则取决于种种条件，而且是在经常地变化着的。所以，准备金要求的变动与假想的弥补性公开市场活动的结合，就不是“不偏不倚的”(neutral)，而是引入了一种不确定的有扩张或减缩作用的刺激物和变量。

象贴现率的变动一样，准备金要求的变化也是公开的有新闻价值的，这就意味着，这一变动也具有令人不安的“宣布效应”，而且在这一变动发生之后，如果它不具有预期的效果，或者，如果经济状况按一种出乎意料的方式发展，那么，要想扭转这个变动，其阻力是相当大的。进一步说，不仅是难于预测准备金的变动本身对货币存量的作用，而且，另一方面，这种变动还加剧了预测其他诸如黄金流动、公开市场活动等等因素所产生的作用的困难。最后，准备金要求的变动还改变了商业银行的盈利能力，这就给有其核心职能而又无所作为的联邦储备系统增加了某种压力。

除了其可变性外，具有货币效应并需要改革的准备金要求还有另外一些特征。在逻辑上，这是属于我在下一章讨论银行

业改革时想要处理的问题，但是，这个问题与控制货币存量的关系非常紧密，所以在这里有必要对它作一些评论。再者，我这里的评论要肯定现行部分准备金制度的恢复，而我在下一章将就从根本上重建这种制度进行说明。

准备金要求在不同级别的城市之间有着种种差别，不能计算为准备金部分的库存现金也是这样，这意味着在这些城市中，存款分配的变化易于改变与既定的高能货币总量相适应的货币总量。因此，在这里联邦储备系统为了要保持货币总量的不变，就得不断地采取某种行动。如果货币供给量变化的这些外来根源能被清除掉，那就将能使联邦储备系统的任务简化。由于库存现金一直有一种趋势，即乡村银行高于城市储备银行，城市储备银行又高于中央储备银行，而对这些银行规定的不同准备金要求，则一直有着与此方向相反的趋势，所以，这两方面的缺陷也始终有着恰好互相抵销的趋势。因而也就可望同时排除掉这两方面的缺陷。应该行使最近为法律规定的那项准许将库存现金算做准备金的职权，同时要弥补准备金要求的变动以避免货币存量的任何最终膨胀或最终减缩。最近通过的法律规定，消除中央储备银行与城市储备银行之间在最低准备金要求方面和最高准备金要求方面的差额，就是在正确的方向上迈出的一个步骤，随之而来的应该是完全消除这两类银行之间，以及这两类银行与乡村银行之间在实际准备金要求方面的差额，同时也要抵销旨在防止对货币存量造成最终效果的种种变化。各城市之间在法定准备金要求上的差别是国民银行法的一个遗物，这个法令在当时有合理之处，因为在城市储备银行和中央储备银行中的存款可以被其他银行算做准备金。但这种合理性现在已不存在了。

对于活期存款和定期存款规定的不同的准备金要求是另一

个影响货币数量的外来根源。这个区别是首先由联邦储备法带来的。在联邦储备法颁布之前，对各种存款，不管是活期存款还是定期存款所规定的准备金要求都是一样的。此后，就有迹象使人想到，在这两类存款之间的互相转换，也不时地成为给准备金造成压力的起因。定期存款当然不同于活期存款，按照某些关于“货币”的定义，不应将定期存款作为货币，而只应将它作为准货币来看待。但是，这种区别并不表明它们在准备金要求方面的差别是合理的。活期存款的使用率比定期存款高，这可能使一个保有这两种存款的银行希望在活期存款的净提款方面比在定期存款的净提款方面有更大的可变性，因而，也就使银行去保有作为其定期存款对应物多于作为其活期存款对应物的流动资产。但是，正如我们先前已经明瞭了的那样，各类必要准备金并不履行这种“融通”或者说是“流动性”职能。它们的职能是十分不同的。这才使货币当局能够去控制货币存量。就实现这个目的而言，不同的准备金要求只是使货币当局的任务复杂化而已。因此，我要敦请消除目前这种在准备金要求规定上对定期存款和活期存款方面的差别，当然，也同时要抵消准备金要求的变动来避免货币存量的任何最终膨胀或最终缩减。

小　结

取消再贴现业务和可变准备金要求，就会让公开市场活动成为货币政策的适当工具。毋庸置疑，这是最有效的工具，它几乎没有其他工具的那些缺陷。它可以日复一日地连续使用，在使用它时，也可以按细微的级差在数量上发生变化。它无须牵涉公开宣布问题，因而也就既没有宣布效应，也不会对在短期内的政策转变造成障碍。它也无须涉及给各种债券规定报酬率或

收益的问题，也不直接影响银行经营的盈利能力。它是高度客观的工具，其作用也能被扩散到整个银行界。公开市场购买或销售的数量都可以由联邦储备系统自由选择，因而可以借此精确地决定所要创造的高能货币的数量。当然，这种购买和销售对于最终货币存量的根本效果如何，又牵涉到几个附加的联系环节——影响着高能货币的其他因素如黄金存量和财政部节余的情况如何；公众正试图保持的存款和通货的比率的情况如何；以及银行正试图维持的存款和准备金之间的比率的情况如何。但是，如果再贴现业务和可变准备金要求被取消掉，如果准备金要求按我提的建议得到修正的话，那么预测这些联系环节的困难就会小得多。因此，我建议的这些改革会使联邦储备活动与货币供给变动之间的联系更为直接，更可预测，并且会消除对联邦储备政策的种种外来影响。

人们一直认为，公开市场活动本身并不是一个完全普遍和客观的工具，因为它的效果取决于被买卖的债券种类。自从1953年以来，这种将债券的买卖限于“专营国库务”(bills-only)的主张，一直都成为最新的争论起源。这方面的问题与债务政策的联系十分紧密，所以，我应该把它推延到下一章与债务政策问题一并考察。

人们对本章所提出的这些建议，可能会提出一个非难，即认为提出简化这些工具的建议涉及减少联邦储备系统的“权力”问题。这种意见离真理何止相差十万八千里。保留这些妨害着更为有效的工具发挥作用的有缺陷的控制工具并不意味着保留权力，而只是意味着一个射手用来复枪射击远距离目标的能力，会由于要求他同时用左手去发一支手枪而得到增进。相比之下，通过简化联邦储备系统的工具，使它们更好地适合于联邦储备系统的主要功能，那么，这种改革就会增加实现其目标的能力。

对于不能适当履行职责，常有的一个托辞是说该系统缺乏“权力”。就我所知，在历史上仅有一次事件能证明这种托辞是正当的——1914年欧战爆发后，大量黄金流入引起了通货膨胀。在其他的每一个特殊场合中，这种不能适当地履行职责，都或者是采纳一种不相关的，或不合适的目标的反映，或者是未能使用可以利用权力的反映。除了第一次世界大战爆发时的情况外，在此后的每一次特殊场合，联邦储备系统都并不是在缺乏业务上的权力时，或者，是在我所提出的那些建议条件下去取得任何人们回顾起来可以说是预想的货币供给方面的变动的。

第三章 债务管理和银行业的改革

本章的第一部分，讨论联邦储备系统直接控制之外的一个主要货币政策工具——债务管理。由此，本章将完成从前面一章开始的对货币政策工具的分析。本章的第二部分讨论银行业的改革。一般而论，这个问题与货币政策的工具是相关的，因为这些工具在很大程度上要通过银行体制来发挥作用。这个问题尤其与债务管理有关，因为现在各银行都持有一笔数额相当大的政府债券。而且，假如我将要提出的建议得到采纳的话，各银行会持有一笔数量更大的政府债券。

债务管理

仅仅把注意力集中在联邦储备系统的"独立性"上，会使这个基本事实——公开市场活动和债务管理只是同一种货币工具的不同名称，在某种场合下为联邦储备系统所掌握，在另一种场合下又为财政部所掌握——变得模糊起来。联邦储备系统仅仅是准政府机构，以及它独立于联邦行政部门组织的这样一种虚拟安排，无疑地会阉割了政治影响的效果，并导致不同的行动。要是联邦储备系统和财政部能够在行政上合为一体就不会这样。然而，出于经济的原因，必须把联邦储备系统的帐目和财政部的帐目结合起来，以利于决定政府该采取什么样的货币行动，或判断这些行动可能产生什么样的效果。联邦储备系统销售公债，使

可以用来作为银行准备金或周转现金的高能货币的数量比在没有这种销售时的数量要少，由此也就有助于使货币存量比在没有这种销售时的数量要少。由财政部销售相等总量的类似债券，并将其收益增加到它与联储备系统的结余或它的通货保有量中去，可产生同一效果。联邦储备系统购买债券，会使用作银行准备金或周转现金的高能货币数量比没有这种购买时的数量要大，并因此也会使货币存量比没有这种购买时的数量要大。由财政部从它与联邦储备系统的结余或它的通货保有量中抽出相等总量的类似债券来偿还，也可产生同一效果。同样地，不用改变高能货币的数量，而靠抵消联邦储备的债券买卖活动或财政部的证券发行和偿还活动对高能货币的影响，或进一步说，靠用外汇平准基金或财政部控制之下的信托基金来买卖债券，也可以使公众手头到期的债务结构发生变化。

对由联邦储备系统和财政部在政治上的分立而引起的混乱所进行的经济研究，得出了一个不幸的结果，就是该研究所赞助的一份统计报告。联邦储备系统的帐目常常倾向于和商业银行以及其他私人机构的帐目，而不是与财政部以及其他政府机构的帐目合并起来或联在一起，例如，在说明美国政府债券持有人分配的表格上常常就是这样。

还有一个更为严重的结果，即在向商业银行销售公债的货币效应问题上也产生了相应的混乱。有人信口开河地宣称，这类销售在某种意义上是“使通货膨胀的”销售，而向非银行公众销售同样的债券，在这个意义上则不是这样。虽然这种荒谬观点的产生还有另外一些根源，但它在某种程度上是由于人们具有将联邦储备银行和商业银行（而不是和财政部）相提并论的倾向，因而也就把同样的后果归咎于向商业银行以及向联邦储备银行进行的销售。由财政部向联邦储备银行进行的债券销售，在

经济效果上根本不是销售。它只不过是在政府偶尔为了创造供现任或未来政府使用的货币而进行的一种内部簿记活动而已。当财政部花费所谓的"所得"时，它不过是在花费那些新创造出来的货币罢了。其结果是增加高能货币的总额，并给货币供给造成膨胀的压力。由财政部向公众进行的债券销售则与此十分不同。它涉及的是资金从公众转移到财政部的问题。当该资金被增加到财政部在联邦储备银行中的结余额上时，其直接的货币效应与由联邦储备系统进行的公开市场销售的货币效应完全相同，并且，如同在另一种情况下一样，在这种情况下，其直接的货币效应也使高能货币数量趋于减少，并给货币供给造成紧缩的压力。无论债券是销售给商业银行还是销售给非银行的购买者，事情的结果都是如此。当财政部花费该"所得"时，它就将该结余额归还给了公众，因此，向公众销售债券随之又花费等量开支，其最终结果是使货币供给保持不变。无论债券是销售给银行还是销售给非银行的购买者，事情的结果也都是如此。在货币效应方面仅有的区别首先在于销售给非银行购买者的债券，是购买者用其在某家商业银行户头上的支票来支付的。这将使商业银行的存款随该销售量的大小而相应地减少，从而使其必要准备金随该销售量的比例而相应地得到减少。而向一家银行进行的销售则不会减少存款量。要论及进一步的效果，将使叙述复杂化。

人们常常以商业银行能够"创造"货币去进行购买为根据，来证明向商业银行销售债券使通货膨胀这一观点。如果其销售收入是被增加到在联邦储备银行中的财政部结余之上，那么，这种观点显然是不能成立的——商业银行并不能"创造"高能货币。如果该销售收入被增加到商业银行中的财政部收支帐上，这时这笔存款和其他存款一样需要多余的准备金，这种观点同

样不能成立。如果该银行没有多余准备金，那它就只有通过放弃某些其他方面的投资，或通过减少未偿贷款(loans outstanding)，才能买到一笔公债——财政部(而不是别的什么人)就得到了一笔存款。如果该银行拥有多余的准备金，那么，该银行的收支或者是处于不平衡状态，在这种情况下，如果它不购买这笔公债，就会购买某些其他类型的投资证券，或进行追加的贷款；或者，是该银行希望将多余准备金用于流动性目的，在这种情况下，该银行就只有在它能处理掉其他资产时，才愿意购买债券。在这两种情况下，都是财政部而不是别的什么人得到一笔存款。令人可笑的是，认为向商业银行销售公债使通货膨胀的观点，常常与那种认为向联邦储备银行销售则更糟糕（因为每一美元联邦货币会使存款增加数美元)的观点结合在一起。后一种说法暗含着准备金已被充分使用了的意思。但是，在那种情况下，甚至压根就不存在什么确凿的证据来证明这种说法：向商业银行销售在某种意义上是使通货膨胀的销售，而在同一意义上向非银行公众销售则不是使通货膨胀的销售。①

① 关于这种混淆，上面没有触及到的一个根源是它不能严格地区别以下两个问题：已发行债券种类以及谁来购买这些债券。在逻辑上正确的说法是，一定量的债券，如果它是短期债券的话，那么，就比长期债券更能使通货膨胀(或更不能使通货紧缩)。这部分地是因为它提高了短期利率，从而诱使银行去维持更低的准备金对存款的比率。但是这个效果的产生与谁购买该债券的问题无关。即使银行没有购买该债券，这个效果还是会产生，因为短期公债利率的提高将会伴随着类似的其他债券的相应提高。

另一个需要注意的具体问题是，在该系统每隔一段时间“宣布”把财政部存款转移到联邦储备系统去时产生的效应，本文的下面一段里就提到了这一点。这种效应可能会使财政部存款比其他存款更有吸引力。因为人们知道，财政部存款非经事先通知是不会被提取的，这样就导致银行去购买能使这类存款增加的财政部债券，而不愿按照同样的条件，购买其他类型的债券，然而，这些效应纯粹是有名无实，并不影响问题的实质。在财政部转移该存款前，实际上只需支付一笔费用来获得银行对购买债券的预先承诺。从经济上说，在宣布转移存款之前，并不能有效地实现销售，下面的分析就充分适用于这一点。

联邦储备系统的公开市场活动和财政部的债务管理活动之间的一个区别，刚才已经提及了。联邦储备系统完全是通过使用高能货币，也就是说，通过使用联邦储备券或存款，来实施其活动的；财政部也在商业银行中保有帐户，也时常用存款货币来实施其活动。财政部将资金从商业银行转移到联邦储备银行中，或转移到其周转通货储备上去，就象公众作出一个将其存款兑现为通货的决定一样，并能给货币供给施加紧缩的压力，反之亦然。进行这种转移的权力可以作为，而且一直是作为一种改变货币存量的货币工具来使用的——不仅在最近时期是如此，而且在联邦储备系统成立前数十年中也都是如此。这一货币工具，是由于本书的研究范围扩大到将财政部包括在内了，才被补充到上一章已讨论过了的那些货币工具行列中来的。在最近时期中，这种工具的使用，在很大程度上是由于在相当长的分立时期中，财政部在大规模地实施其活动方面具有与联邦储备系统不同的倾向而引起的。这种“税收和贷款帐户”，以及间隔一段时间就“宣布”将资金转移到联邦储备银行去的办法，已经产生出了缓和这些债务活动的效果。除了这个目的外，由于财政部使用两种不同类型的帐户——在商业银行中的帐户和在联邦储备银行中的帐户——使它难免要采取独立的货币行动。而这种独立的货币行动除非与联邦储备系统的货币行动协调一致，否则就是一个不稳定的根源。看来将责任集中于一家机构要更好些。对于缓和财政部债务活动的效果来说，如果采用了以下两种选择方法的其中之一的话（我在后面还要提出一种办法），即或者将在商业银行中的财政部收支结余减少到最小的活动水平，同时又尽可能地用高能货币来实施财政部的一切活动，或者，另一种选择是，减少使用在联邦储备银行中的收支结余，并且尽可能地用存款货币来实施财政部的活动，那么，对于财政部来说，主要

地依靠一种类型的帐户，就会是很理想的。

另一个区别是，联邦储备系统在实施公开市场活动中，既创造又消除高能货币，而财政部在实践上一般利用现存的现金的结余来回笼债券，并将销售的收益增加到该现金结余上去。但这种区别主要是字面上的。从它对公众的现金收支的影响来看，增加或减少财政部的高能货币余额，在经济上都等于消除或创造这种货币。再者，在各个不同的时期中，财政部始终都有权去创造和消除大量的高能货币。目前，通过使金块货币化以及所谓的银币"铸造税"它就可以创造大约3.5亿美元，在1933年到1934年期间，它还有权发行30亿美元的美国纸币。

正如这个例子所提到的那样，诸如存在于联邦储备系统的公开市场活动和财政部的债务管理活动之间的这些区别，是由对这两家机构所施加的不同的法律限制而产生的，而不是由这些活动在经济特性方面的区别产生的。在联邦储备系统和财政部之间，除了刚才指出的在创造货币的权力方面有所区别外，还有三个区别值得一提：(1)联邦储备系统无权去发行它自己的有息证券；因此，如果它并不随时拥有盈利资产，它也就没有可资利用的手段用来减少作为周转现金或银行准备金使用的高能货币的总额。我在上一章中曾提议授权联邦储备系统发行它自己的债券以消除这种限制，虽然，正如在那里已提到了的那样，这种限制在最近的将来不大可能具有重大的实际意义。在类似的条件下，财政部根据当时的具体法律授权，可以发行债券并将收入增加到其现金结余上去。(2) 联邦储备系统有权经营的债务工具的范围要比财政部大。联邦储备系统可以买卖各种非联邦证券，诸如各种承兑汇票和地方债券。(3)财政部在经授权而为偿期五年以上的债券所提供的利率方面，在它提前购进或赎回各种未偿债券所能据以的条件方面，以及在它所能够创造的债

务总量方面，都受到了限制。而联邦储备系统在买卖的价格方面，却不受任何限制。

碰巧这些限制没有互相重复，因此，正如我们马上就要更为详细地看到的那样，通过合作，这两家机构在它们所能够进行的联邦债务活动方面，就几乎都不受任何有效的限制，当然，尽管从种种政治的原因来考虑，用这种方式来逃避限制可能是不合适的。

在评价各种货币活动和货币政策的效果方面，将财政部的债务管理活动和联邦储备系统的公开市场业务结合起来的重要性，可以通过审察两个在最近几个月引起了争论的货币问题而得到证明——在上一章末尾已谈及的联邦储备系统的"专营国库券"政策问题，以及在财政部可以对长期债券支付的利率上的法定限制问题。

"专营国库券"政策，是由联邦储备系统公开市场委员会于1953年3月5日采纳的。当时，该委员会宣称，它要谋求限制其对短期国库券(Treasury bills)，即偿期*不到1年的债券的经营业务。如果我们暂时不考虑对长期债券利率规定的法律限制，并且假设财政部可以任意规定利率，那么，依我之见，"专营国库券"政策实质上是用来在不同政府机构中分配责任的一种办法，而且，几乎不能对联邦储备系统与财政部可以共同采取的任何货币行动施加什么限制。为了避免误解，让我立即明确声明一下，我并非断言无论是否维持或遵循"专营国库券"政策，这些货币行动在实际上都将是相同的。相反，我正在极力说明的是，如果它们各自采取的货币行动不同，那这并不是因为从技术上考虑这些货币行动必须有所不同，也不是因为"专营国库券"

* 偿期通常为90天——译注。

政策极大地限制了那些从技术上看是可行的行动进程，而是因为在各政府机构之间分派的不同职责可以引出不同的行动来。如果我的看法是正确的话，"专营国库券"政策或许就是重要的，但如果事情果真如此，那么，我们就几乎毫无必要在此进行旁征博引，绝大多数赞成和反对的争论就都无关紧要的了。关键问题是，这种政策对于重叠的政府管辖权，是否产生了一个适当的行政解决办法（如果存在某种解决办法的话），而不是这种政策对于可行的货币行动的范围是否以某种方式设置不可取的限制。

我也许马上就能够用实例为这些论断作出论证。但为了简明起见，我只能大致略加论述，而不想以充足的技术细节来详细说明每一项业务。让我们设想一下希望通过减少公众持有的长期债券的数额来增加高能货币的情况。在没有采纳"专营国库券"政策的情况下，联邦储备系统只要由自己购买长期债券，就能够做到这一点了。假定采纳了"专营国库券"政策，那么，通过联邦储备系统与财政部之间的合作，也可以取得同样的结果：联邦储备买进短期国库券；财政部则售出同一数量的短期国库券，同时使用所得的收入来赎回长期债券。或者使用另一种选择，让我们来设想一下希望通过增加公众持有的长期债券的数额来减少高能货币的情况。在实行"专营国库券"原则的情况下，联邦储备系统将不直接向公众出售这类长期债券，而是出售短期国库券。财政部则出售同一数额的长期债券，并用该销售收入来赎回短期国库券。不论这项业务是由联邦储备在不实行"专营国库券"政策条件下单独地实施，还是由联邦储备系统和财政部在实行这项政策的条件下共同地实施，在每一种情况下，以联邦储备系统和财政部为一方的汇总资产负债表，同以大多数公众（当然包括商业银行和其他金融组织）为另一方的汇总资

产负债表，都将是完全相同的。在这些情况下，指派给财政部的对债务期限进行分类的职责——一种看上去非常合理的责任分配，就构成了“专营国库券”政策。

现在，我们来考虑对利率规定的法律限制，这是我们到目前为止尚未论及的问题。我们首先来分析一下在不实行“专营国库券”政策的条件下这种限制的结果。就联邦储备系统和财政部的汇总资产负债表而言，这两家机构之间的合作有可能使这种限制无效。假设希望发行一种长期债券，为了做到这一点，就有必要支付一笔比法律所许可的4.25%的息票利率更高的息票收益。财政部可以按照法律所许可的条件来发行该长期债券，直接地或通过各种市场媒介间接地将它卖给联邦储备系统。联邦储备系统也可以再转卖该债券，或者按市场价格从其有价证券中出售一种类似的债券。联邦储备系统应记录的资本损失只不过是一种簿记登记而已，其作用不过是用来减少由于联邦储备系统的盈利而向财政部的付款数量。* 因此，在这方面，联邦储备系统和财政部的汇总帐簿将会是如同财政部能够直接经营这项业务一样。让我再一次强调指出，我并不认为这是将要做和应该做的，我仅仅是认为，从法律和技术上说，这是能做到的。

如果“专营国库券”政策和对利率的法律限制同时发挥作用，那么，就缩小了货币活动的业务范围。当然，从根本上激起了最近的争论的，也正是这种共同作用。其原因是，“专营国库券”政策会使刚才扼要说明过的这种为了规避有息债券利息的

* 据说，联邦储备系统的盈利来自政府赋予它的特权，这种特权是指它有权发行联邦储备券和它可以不付利息地接受成员银行的存款。而联邦储备系统使用这些款项来购买可以获利的公债券或者进行有息贷款，这样，它就能从中得到优厚的收益——盈利。因此，联邦储备向财政部缴还由于拥有并利用特权而得到的盈利是理所当然的事。——译注。

法定限制而进行的活动成为不可能。目前尚不能肯定这一点是不是不可取。我认为对有息债券利息规定法律界限的做法是极端不明智的。然而，假定这一限制已明确地由法律规定了下来，那么，如果我们不是去说服立法机关，使之相信这种法律限制是错误的，而是去利用它的“漏洞”来规避明文规定了的立法机关的意图，这种做法难道是真的令人满意的吗？，

正如这些评论所表明的那样，在制定一种令人满意的债务政策时，必须面对两个问题：使财政部的债务管理活动与联邦储备系统的公开市场活动协调起来的行政问题，以及这种经过协调后的活动应该是什么样的经济问题。

在现行的机构安排基本不变的情况下，要使债务管理活动与公开市场活动协调一致，在技术上最为有效的安排是指派联邦储备系统承担起进行债务管理的全部责任。这样做会牵涉到要求财政部靠向联邦储备系统进行借款来获得它所需要的、超过税收的一切资金，以及用它的所有超额税收来偿还其对该系统的债务问题。现在，我们应该清楚的是，所谓的“借入”和“偿还”纯粹是用来使各部门间的安排保持一致的簿记拟制。因此，联邦储备系统应该负责根据货币的需要来买卖各种债券。如果联邦储备系统买卖的债券是它自已的债券而不是财政部的，那么事情就会更加简单，正如要是让联邦储备券作为唯一的纸币，来代替我国现在这种美钞、银库券、联邦储备券，以及已处于回收过程中的其他类型的票券的混合物，事情就会更加简单一样——应该作出这些改革，以使美国的各种有息债券和各种无息债券统一起来。① 然而，只要储备系统能够决定债券发行的

① 为了流通的目的，就要求回收美钞、停止将白银用作货币本位，并且回收银库券。此外，还必须授权联邦储备发行票面额为1美元和2美元的联邦储备券。目前联邦储备有权发行的最小面额为5美元。

条件和数量，那么，即使保留现有的财政部债券，甚至以同样的形式来进行新的发行，亦无大害。

沿着这些思路进行的技术上的改革，正好与对财政部和储备系统之间的交易所规定的现有限制背道而驰。① 主张进行这些限制的理由一直是认为由财政部直接接近联邦储备系统会增加用印刷品等价物来维持政府开支的危险。使职责重叠起来的目的也许是这种办法确实有助于履行职责，我对这个目的十分赞同——这是一个检查和权衡的政治问题，对此，我没有特殊的资格来作出评价。然而，我必须承认内心的怀疑，即在现行安排之下的这种责任的重叠，与其说有益于检查不负责任的行为，不如说更易于相互"推诿责任"。

尽管刚才建议的技术上的改革看起来显然是可取的，但是它对于一种有效的政策协调并不是根本的。此外，它在行政安排上牵涉到的一场变化，从表面上看是如此的激烈，而且同许多流行的观念又是如此的背道而驰，以致于期望在最近的将来就实现这样一场改革几乎是不现实的，即使它有可能实现的话。这样，在讨论债务政策的实质时，我应假定没有实现这种改革，并且假定财政部继续积极地经营着发行和回收借款债券的大小事务。

关于债务政策，在我看来，主要应做的事与我在上一章讨论货币政策工具时所强调的是相同的——使它简化并更有效率，

① 根据1942年3月27日的法令，储备银行有权直接向财政部购买公债，但对储备银行所能随时保有的债券总额，该法令规定了50亿美元的限制。起初这项权力只允许延续到1944年12月为止，但自那时以来一直被不断地延续着。
1935年前，联邦储备银行向财政部直接购买销售，是根据联邦储备法第14条（b）款的规定而得到许可的。1935年的银行法令第206条限制了这种直接债券购买权，并且保证政府债券要公开上市场销售。

用这样一种办法，来避免债务活动本身成为一个不稳定的根源，并减轻财政部的债务活动和联邦储备的公开市场活动的任务。

在这个方向上，特别是在国库券的管理方面，已经采取了某些步骤。然而，总的看来，现在债务政策遵循的是一种与此不同的道路。为了努力降低利息成本，以及实现诸如使债券分配更广泛、延长期限等其他一些目标，财政部一直试图用"迎合性"(tailor)债券去满足那些假设的特殊潜在购买者集团的需求，并安排债券发行的时间以适应货币市场上的萧条时期。结果是不同期限、不同条件、各种各样的债券令人眼花瞭乱无所适从，同时债务活动时断时续，在每年中有一些日子都得进行大规模的偿还活动。债务管理活动过程不再是按有规则的速度，以一种市场能够适应的标准方式进行，而是变得迅猛激烈，充满权宜和意外，以及无法预见其影响和结果。因此，它们也就成为货币不确定性和不稳定性的一个持续不断的根源。在近几年中最明显的例子就是于 1953 年春和 1958 年夏发生的事。后一件事刺激了最近财政部-联邦储备系统联合对公债券市场的研究。按典型的人类风尚，这两家机构的眼睛所盯着的只是其兄弟的眼中之刺①——假设公债券市场有缺陷——而不是它们各自的毛病——实际上对投机以及随后与1959年债券偿还相联系的种种困难负有责任的，是债券发行和货币政策方面的缺陷②。

人们一直是根据两条主要理由来为各种不同期限的债券发行进行辩护的：第一，这是一种加强反周期性力量的手段；第

① 语出《新约全书》，马太福音第7章，第 3 节，意为薄于责己而厚于责人，互相指责对方。——译注。

② 见"关于公债券市场的财政部—联邦储备研究报告书"第1部分（1959年7月）和《公债券市场》，联邦储备公报1959年8月号，第860—881页。

二，这是一种减少政府利息成本的手段。让我们依次考察这两种手段。

据说，为了反周期性的目的，在繁荣时期应该延长债务的期限，以便减少经济的流动性，而在衰退时期则应缩短期限以便增加流动性。当然，在实践中并没有实现过这样的结果。由于利率在繁荣时期提高，而在衰退时期下降，在繁荣期间进行短期借款的诱惑，以及在衰退期间资金的诱惑始终是不可抗拒的，所以，在期限方面引起的变化，正好与人们期望的那些情况相反。即便人们所期望的变化能够发生，也不见得就能得到很多好处。我倒是觉得，期限方面的较小变化对货币需求产生的影响是轻微的。①但是，无论情况是不是这样，有息债券转换为无息债券，对于促进经济的流动性来说，肯定是一种和缩短各种债券期限一样的属于同一类型的手段，反之亦然。但是，其中一种手段要更为灵敏，其影响看起来可能更为前后一贯，并可以预见到。这就是公开市场活动所运用的方法。因此，期限的转换没有给公开市场活动补充什么东西。

那种认为迎合性发行（tailoring issues）可以令人满意地降低利息成本的看法，就更加缺乏根据了。这种看法完全适合于政府为了其他目标以尽可能低的代价来谋取借款的需要。虽然乍看上去，发行迎合不同购买者集团需要的债券，并且选择正确的时间来发行债券，似乎是实现这个目标的途径，但进一步来

① 有一条有趣的证据，这就是1951年财政部-联邦储备系统协定后，在取消债券支持计划时就包括了的期限的变化。在此之前，一切名义上的长期债券始终有效地具有随时支付责任。在此之后，这些长期债券事实上变成了名副其实的长期债券了。这确实是一个激烈的变化。其效果是使货币的需求增加了大约2—3%。该协定后的次年，货币存量增加了大约6%，但没有带来价格的上涨。其实，每年大约增加3—4%的货币存量，这个数量看来是一个其结果与稳定的价格相一致的数量，过去长时期中也是这样的。

考虑问题，就使得这个结论值得怀疑了。首先，"政府为了其他目标而以尽可能低的代价"来谋取借款的含义变得极为复杂了。与之有关的准则不是支付给公众的货币利息总额——这些利息只要通过使该债务货币化，也就是说，通过制造通货膨胀，借此向货币和政府债券持有者课征隐蔽的税收，并使用其销售收入来偿清这种有息债券，就能变成零。与此有关的准则不是每一美元债券的利息，也不是其平均利率。假如使借债成本压缩到最低限度的另外一个目标，是避免一般价格水平的变化的话，那么，这就意味着债务的形式对其发行数量不会发生影响，而这是不大可能成为现实的，因为一般价格水平完全是和一定的债务政策相联系的。例如，我们假设，短期债券可以按比长期债券更低的利率来出售，但不能由此就在相应的意义上说出售短期债券的成本更低。由于短期债券是一个比长期债券更易于充当货币的替代品，因此，假如说在出售长期债券的条件下，货币的数量与价格的稳定是相适应的，那么，要是换成出售同一数量的短期债券，就意味着价格的提高。要避免这个结果，就应该通过公开市场出售，也就是说，通过发行更多的债券，使货币存量得到减少。因此，就必须出售大量的比长期债券要多的短期债券，而这可能意味着总的利息成本更高。要从不同的方面来说明这一点，就不仅有必要考虑有息债券的情况，而且有必要考虑无息债券——国库货币、联邦储备券和联邦储备存款的情况。由于以短期债券的形式而不是以长期债券的形式来进行借款，政府会减少它能够无息借入的真实资源数量，在一笔债务上的获利就必定被在另一笔债务上的损失抵消掉。但是，一旦考虑到这一点，那么，很清楚，借款成本最小化就是一个非常复杂的准则。正确的解释是，在现有知识状况下，要预见这种或那种债券模式是否会有，或者确实会有较低的成本是很困难的，如果不是不可能的

话；因此，并不存在判断或改进行为的可靠根据。

对于那种认为债券发行的迎合性将使政府减少借债成本的说法表示异议的第二个，也是最根本的理由是，这种说法无异于宣称政府能比市场更为经济地引导一种特殊类型的金融活动。假设政府只发行一种期限的债券，那么，就会出现把这种期限的债券兑换为市场需要的任何期限的债券的金融媒介。的确，这就是金融媒介的一个主要职能——通过按一套条件向一个人进行借款，又按另一套条件对另一个人进行贷款，来使贷者和借者的需要都得到满足。为什么这是一种应该由国家专有的活动呢？这种认为政府应该裁剪其债券期限(tailorits securities)的说法，与那种认为由于政府希望尽可能便宜地得到衣服，也就应该为其士兵裁剪衣服的主张，不是如出一辙吗？在这种情况下，难道政府不能和在其他情况下一样，通过在公开市场上进行的购买而不是通过它自己的雇员的工作，来更为便宜地得到相等的服务吗？随便对政府的经历进行一下观察，就可以清楚地知道，和在其他领域一样，在这里，答案也是肯定的。的确，有可能通过玩弄各种利率模型而又不付代价而得到巨额盈利，也有可能通过在各种看来是错误地规定了价格的债券发行方面进行投机，而到预定期满时获得巨额盈利。这表明，政府一直在付出很高的价格来进行迎合式发行。

对于正在发行着大量五花八门的债券，同时还正力图剪裁其发行条件和发行期限以迎合市场的现行政策，我无法为之找到正当的辩护理由。而说明政府的这种实践是不足取的理由倒是有许多。这种实践是产生混乱、不确定和不稳定的一个丰沃的根源。

在提出另一种既能避免某些问题，又便于与联邦储备系统协调一致，同时又处于现行债务管理安排一般框架内的选择建

议时，我应假设财政部和联邦储备系统之间现行的行政安排基本保持不变，还假设现行的部分准备金银行体制也保持不变。如果在本章后面提出的银行业改革建议会得到采纳，进行某些修改还是需要的。我所提出的选择建议如下：

1.大致上按其现有形式保持各种经常发行(tap issues)，主要是保持各种储蓄债券的发行。这些债券的发行对一种有效的货币政策没有多大损害，因为未偿债务总额的变化是逐渐进行的。

2.按两种标准形式发行一切保留债务(remaining debt)。一种形式是供季节性需要的短期债券，另一种形式是适度的长期债券。这种短期债券可以是为期90天的国库券。也可以是任何其他类似期限的便于兑现的债券。长期债券则最好是一种统一的——即永久性的——但这与美国人的经验很不协调。在发行债券时，可能会发生一个不太严重的失误，比如说是规定8年还是10年的偿还期限，可能发生失误。我本人并不认为规定精确的债券偿还期限有重大的意义。债务期限的长度的确影响到对货币的需求，从而也就涉及到货币问题。随着债券期限的长短不同，相对于一定价格水平的货币发行数量，或者，另一种情况，相对于一定货币发行数量的价格水平，就将有所不同。只要这一效应不变，那么，精确的期限就不是至关重要的，也是可以让它发生变化的。比较重要的问题是避免在债券的期限分类上不断地进行不规则的变换，因为这种变换所造成的价格水平的变化，将达到不能由改变货币供给量而抵消的程度。由于这个原因，我认为把债务工具限制于少数几个高度稳定的类型上远比刚才提到的那些有限的类型重要得多。

虽然长期债券在发行的那天是只有一个唯一的期限，但在若干年后，这一保留期限就会变得从零开始到原始的期限都有。

这就意味着在转变期间，其平均期限发生的渐变。

3.有规则而又经常间隔一定时间——如果可行，就每周一次，如果这不可行，则每两周，或每月一次——出售这两种类型的上市债券。每周或每月要销售的债券数额应该事先规定好，并且，该销售额在从一次出售到下一次出售时的变化，也应该是平稳的。为了避免分次发行造成数量过度的问题，我们或许可以采用某种诸如不定额发行的办法。然而，我觉得无法在此描述其细节，虽然它们很重要。即使是对于长期债券的发行，要使其逐周、或逐月的销售额相同，或处于一个稳定的趋势线上，也无疑是不可能的，但是，我们的目标应该是去接近这个结果。这将使债务经营转变为一种有规则的稳定的以及在市场上可以预测的因素。从政府的观点看，这就将提供一种自动平衡手段。而目前这种按不规则的间隔时间从事大批量经营的现行政策，实际上迫使政府进行市场利率方面的投机。

4.仅仅以拍卖的方式来出售这两种类型的上市债券。这种做法意味着市场将决定债券的价格或收益，也将消除任何“免费乘车”① 的可能性。应该取消目前在可以支付的利率方面规定的限制，以便让市场自由地发挥作用。

5.一方面改变现在用来拍卖债券的习惯做法。目前的做法是，特定数额的债券，买主提出单独的开价，这些开价或者是被全部地接受，或者是被部分地接受，或者是受到拒绝。结果是不同的买主可以支付不同的价格来购买同一数额的债券。这种实践造成一种使该债券的初级市场服从于专家们的看法的趋势，同时又有力地刺激他们在提出开价方面进行串通。即使随便地检查一下每周被接受的开价及其逐周的变化，也就足以看出这

① 免费乘车指政府可以通过增加货币发行造成通货膨胀的办法，向公众征收隐蔽税收，从而将发行公债的成本转嫁给公众。——译注

种趋势和这种刺激是始终很有效的。在任何单独的拍卖中，被接受的开价差距非常狭窄，经常和在次级市场上进行交易的类似债券在开价和要价行情之间的差距同样狭窄，而且通常比逐周平均开价的变化要小得多，小得以致逐周被接受的各种开价往往毫不相同。可以肯定，还有一个更为可取的选择办法，即要求那些开价者们就其按一系列的债券价格或一系列的息票条件所愿意购买的债券数量，提交一个一览表；再将这些开价结合起来，并制定出在需求数量等于或超过供给数量的水平上的债券价格，或息票利率。有一个在行政管理上比提供各种开价一览表的这种办法更为简单的变通方式是，让人们对某一特定数额债券的开价采取其所愿意支付的最高价格的方式，并且象现在这样，准许复式开价。这也会得出和提供各种开价一览表完全相同的结果。① 这种选择办法，无论它采取什么样的变通方式，都将使债券价格对所有的买者都相同，并减少对串通行为的刺激，同时将大大地拓展债券市场。值得注意的是，财政部已经宣布反对使用拍卖方法来出售一切长期债券。这种态度完全是由这样一种假设派生出来的，即认为现行的债券发行技术将会过时，并会由另一种办法充分地更替。②

沿这些原则的思路所制定的债务管理政策，会极大地减轻使联邦储备系统的货币经营业务与财政部的债务经营业务协调

① 例如，某出价人可能提出一个开价，愿意以任何低于P_1的价格买进X_1美元的债券，愿意以比P_1更低的价格——P_2买进X_2美元的债券，这就意味着他愿意以P_2或者更低的价格，买进至少是X_1+X_2美元的债券。对其他的价格也可如此类推。

② 请特别注意《政府对其货币、财政和债务经营的管理》，《联合经济委员会关于就业、增长和价格水平的听证书》第6章A（华盛顿，1959年），第1150--1153页。由于本书据为基础的演讲已经完成，所以，后面建议的这个又一拍卖程序是由迪恩·长森提出来的。参见《财政部的公开市场活动》，《经济学和统计学评论杂志》，1959年11月，第441页。

起来的任务。各种债务经营业务在时间性方面就会是有规则的，在数量方面就会是比较稳定的，而在形式上就是可以预测的。联邦储备系统就能够从弥补这些债务经营业务之不足的观点出发，实施其公开的市场经营活动，从而在货币供给方面造成预想的效果。由于发行额会受到严格的限制，所以，对于每一种债券来说，市场范围会相对扩大一些，而且选择何种债券买卖渠道就没有很大的重要性了。在最近几年中已经成为固定格局的接连不断的那些赎回危机，现在为了规定息票利率和期限而进行的那种广泛协商、精心预测和简单推断，如此等等，就都没有存在的必要了。象这样来使债务管理政策更有效率的做法，与上一章所提出来的使联邦储备的政策工具更有效率的做法，是一个很恰当的配合。

银 行 业 改 革

作为亨利·西蒙斯和劳埃德·明兹的一个学生，我自然倾向于将部分准备金体制这一我国商业银行体制的特性作为讨论银行业改革问题的焦点。我还将追随他们，建议用一个要求实行100% 准备金的银行体制来代替现有的体制。①我将仅仅在某一点上放弃最初的“银行业改革的芝加哥计划”，虽然我认为这一点非常重要。我将极力主张对100% 的准备金支付利息。这

① 参见亨利·C·西蒙斯《自由放任的一个建设性方案：对自由主义经济政策的若干建议》，1948年芝加哥版，第62—65页，这是他论述自由主义经济政策的著作，第1版是作为《公共政策问题杂志》第15期（1934年芝加哥版）出版的，由亨利·D·盖德恩斯所编；劳埃德·W·明兹《竞争社会的货币政策》，1950年纽约版，第186—187页；爱尔伯特·G·哈特“银行业改革的芝加哥计划”，《经济研究评论杂志》1935年第2期，第104—106页，弗里德里奇再版；路兹和劳埃德·W·明兹编《货币理论读本》，1951年纽约版，第437—456页。

一步骤既会增进由 100% 的准备金体制而产生的经济效果，同时，作为一个必要的结果，它也使这个体制在避免前面提到的那些可能是令人头痛的麻烦时，会比较容易克服困难。

现行银行体制的缺陷

我国现行的部分准备金银行体制有两个主要的缺陷。第一，它使大量的政府干预卷入最好应听任市场来进行的借贷和投资活动中，第二，货币持有者对其想要持有的货币形式所作出的决策，以及银行对其想要保有的资产结构所作出的决策，易于影响将被保有的有效货币数量。人们往往用部分准备金银行体制的“内在不稳定性”来解释这一情况。现在我们就来看一看这两个缺陷。

政府对借贷和投资进行的干预　由于在第一章已经提到的种种原因，引起了政府对与信用货币的发行相结合着的借贷和投资活动进行干预，这些干预的程度远远甚于对其他借贷和投资活动的干预程度。政府对银行进行的监督，以及对它们的许多业务活动进行的限制，在时间上比对其他金融组织进行的类似的任何监督和限制早得多，所涉及的范围总是更为广泛，而且一直持续到今天这个样子。政府对规定货币发行数量的外部界限，以及防止伪造经济等价物的理所当然的关心，引起了政府对个人之间进行的借入资金和贷与资金的安排进行干预——这种干预活动在一个自由社会中并不是一种令人满意的政府职能。

政府干预最初集中于周转通货的发行方面。在我们这个国家中，州银行券早在内战刚刚结束时，就因为课税而绝迹了。后来，经授权发行的国民银行券(the national bank notes)，又由于要求银行以公债和其他的通货形式所拥有的准备金总额要超

过100%，而变成了政府债券的等价物。① 1935年，这种国民银行券变成了一种直接的政府债券。现在，这种债券正在慢慢被取消。

内战后的局势，使得因为银行发行钞票而必须对其借贷活动和投资活动进行的监督成为不必要的了。但是，从此以后，各种存款便成为流通媒介的一个更为重要的组成部分。对存款的关心，致使政府对商业银行业务的控制程度日益提高了，其中，最新，也是最大的控制也许是和联邦存款保险联系在一起的。要求存款有 100 %的准备金这项建议，包含着对存款要运用我们对通货所运用的同一政策。②

内在的不稳定性　在我国现行的部分准备金体制下，至关重要的是把能作为周转通货使用的，或作为银行准备金使用的那种货币——我称之为高能货币——同存款货币区别开来。我认为存款货币应该包括商业银行中的存款，不论它标为活期存款还是定期存款，同时也承认，这是在划分“货币”和“准货币”的界限问题上的一个多少有些武断的观点。目前，高能货币主要是由国库货币、联邦储备券、联邦储备存款，以及实际上是易于变化的唯一因素的联邦储备货币所构成。由于现有高能货币总额为一定值，货币持有者将存款兑现为通货的决定就会引起货

① 要求银行为其发行等量面值的银行券和公债作担保的保证金，在1900年3月以前为111%，此后为已发行的银行券面值的100%。从1874年起，银行还必须抵押一笔 5 %的兑换基金。

② 盖墨·贝克尔已经使我相信，消除政府干预的另外一种具有价值的选择途径是要在相反的方向上行动，要保留通货发行作为一项政府垄断权，但又要许可“自由”的存款银行业，而且不附带任何关于准备金的要求，或关于对资产和负债进行监视的要求，并且实行严格的“货物出门，概不退货”政策。看来，很有可能的是，在现代条件下，随着社区的金融商品的极大增加，城市人口的集中，情报的快速沟通和传递，这样一种银行业制度，不会产生出在一个多世纪以前由一种与此没有很大区别的银行制度所产生过的那种严重问题。这样一种银行制度将会避免100% 准备金银行制度带来的一笔社会成本　禁止在个人中进行某些他们觉得互相有利的安排。然而，这一制度不会解决“内在不稳定性”的问题。

币总存量的下降；而货币持有者将通货转换为存款的决定，则会引起货币总存量的增加。其原因是，处于流转中每一美元高能货币总是和掌握在非银行公众手里的每一美元货币保持一致；每一美元银行准备金带来数美元存款货币。在具有不同准备金要求的各类存款之间进行转换方面，也产生了同样的问题，这就是我之所以要在前一章中提出，不论过去的规定如何，应该对一切种类的存款规定统一的准备金要求的原因。同样地，对银行方面来说，在他们希望以高能货币形式保有的那部分资产上发生的变化，也影响到每一美元高能货币带来的存款货币的美元数目，因此也就改变货币总存量。

对货币存量发生的这些影响并不是有意造成的，而是随货币持有者或个体银行家的企图而带来的。它们具有使经济产生不良反应的副作用。正如在前一章中已经指出了的那样，这些副作用的最极端的后果——牵涉到发生挤兑的普遍清偿危机，银行业的恐慌，存款暂停兑换成通货，以及在1930年到1933年的插曲中，发生激烈的清偿和银行体系的最终崩溃——现在都由于联邦存款保险制度的建立而已经成为完全不可能的了。对于部分准备金银行体制的一个缺陷所进行的这种改进，过去就已实现了，然而，这仅是通过使另一个缺陷变得更为严重来实现的；联邦存款保险制度使政府对借贷和投资过程的干预大大增加了。

即使没有发生这种极端的清偿危机时，通货-存款比和存款-准备金比也总是在经历着变化，而这种变化则十分易于引起货币存量状态的混乱。从原则上说，联邦储备系统通过使高能货币发生补偿变化，可以防止这些混乱的发生。如果公众决定保有的通货对存款的比例较大，那么，联邦储备系统通过公开市场购买，就可以产生足够的追加高能货币，去抵例公众这一决定对货币总存量的影响。同样地，如果公众的决策发生

相反的转变，或者银行的偏好发生变化，也能抵消这种影响。实际上，这是说起来容易，做起来难。在事情结束之前，要知道正在发生的变化是什么，实际上是根本不可能的，因此，在反应上存在一段滞延也就是不可避免的，而且每当联邦储备系统做出反应的时候，更进一步的变化又在发生了。这就是联邦储备系统为了使经济维持原状而必须不断地采取行动的另一个原因。

我不想过分渲染在抵消存款-通货比的变化和存款-准备金比的变化上产生的技术问题。除了在发生极端的清偿危机时以外，这些比例是相对稳定的，而且变化也是相当缓和的。虽然人们无法充分而及时地抵消他们的变动，但是，比较充分地而又比较及时地抵消这些变动则是可以的。如果说没有能够始终一贯地做到这一点的话，那并不都是因为联邦储备系统缺乏业务能力，而大多是因为联邦储备系统总是不把货币供给状态作为制定政策的主要准则，甚至不把它作为制定政策的主要指南之一所造成的。

需要不停地轻轻摇晃货币工具以抵消那些本来不会对货币存量造成任何影响的个人选择，仍然是我们当前部分准备金制度的一个严重缺陷。用来补救这些选择的措施决不可能是完美无缺的，因而，货币供给状态就比正常情况下更不规则。更为严重的是，联邦储备系统常常并不试图采取什么补救措施，这样，就给货币状态带来了严重的不稳定性。

各种可能的补救办法

为了防止在公众保有其现金节余的形式方面发生的变化影响到将被公众保有的现金节余数量，就必须对通货和存款规定相同的发行条件。这一点或者可以通过使发行通货的条件适应于现在对存款通行的条件来实现，或者相反，可以通过使发行存

款的条件符合现在对通货通行的条件来实现。

第一种解决办法牵涉到允许银行按照与发行存款同样大小的准备金要求去发行通货，并限制现在将高能货币作为银行准备金——正如现在限制将黄金作为联邦储备券和存款（这两者现在都具有同样的黄金准备金要求）的准备金一样。然而，这种解决办法不会消除在存款-准备金比方面发生变化所造成的影响。或许更为重要的是，它会极大的增加防止伪造经济等价物的困难。但这毕竟是过去由于使钞票发行转变为一种政府垄断权的钞票发行银行所带来的问题。如果对存款和钞票都规定了必要的准备金，给货币的数量设置一个外部限制，而且如果过去的先例流行起来时，那么，这种解决办法就意味着扩大而不是减少政府对借贷活动所进行的干预。

另一种解决办法看来要有利得多，这就是使存款的发行条件适应于通货发行条件。通货现在是一种直接的政府负债。它既是货币同时也是高能货币；对每一美元通货，都有一美元高能货币为准备金；形象地说，通货的发行要求有100%的高能货币形式的准备金。对存款对应部分就是要求每个接受可以随时按需要支付现金的存款机构，或接受可以用支票转帐的存款机构，对于每一美元的存款负债（不管它在名义上是活期存款还是定期存款），都要有相应的美元高能货币，也就是说，要具有100%的准备金。这样，货币总额和高能货币总额就总是相同的。存款和通货之间的转换就不会影响到货币总存量，银行也就无法改变存款与准备金的比例。其结果就将是完全消除所有由这些原因引起的货币存量的不稳定性。既然所有的货币都会在实际上成为一笔政府负债，那么，联邦银行存款保险制度就没有存在的必要了。100% 准备金制度会更加有效地实现联邦银行存款保险制度的各项目标，而对私人活动的干预也会更少。

100%准备金体制如何发挥作用

要使这项建议生效就要求我们现在的商业银行将其自身划分为两个独立的机构。其一应是纯粹的存款机构——一个字面的货币仓库。它应接受可以随时按需要支付现金和用支票转帐的存款。对于每一美元存款负债，都要求在其资产中，以联邦储备券或联邦储备存款的形式保有一美元的高能货币。这个机构除了其业主的资本外，拥有可以在市场上贷放的资本外，没有其他现款。存款的增加也不会给该机构提供用于贷款的现金，因为每增加一美元存款，就要求它增加一美元以高能货币形式存在的一美元资产。另一个组成的机构应是一个投资信托机构，或是一个投资经纪机构。该机构应通过出售各种股票或投资债券来获得资本，并应使用这些资本去进行贷款，或是实现投资。由于该机构不具有产生货币或销废货币的权力，所以从货币问题来考虑，就不需要对它的活动进行任何特别的控制。因而，该机构没有必要接受比其他金融机构更多的政府监督。

向100%准备金过渡

要顺利地、比较迅速地实现从我们现行的准备金体制向100%准备金体制过渡，同时又不给金融市场或经济市场带来任何严重影响，在技术上是不存在任何问题的。我们可以在预先确定了的日期内，比方说两年内按一系列有秩序的步骤使必要准备金最后提高到100%。联邦储备系统应通过在公开市场购买公债来提供追加的准备金，以防止由货币存量减少而引起的必要准备金的增加。用这种办法创造的储备货币，应采取联邦储备存款增额的形式，以满足增长了的准备金要求。

到1959年3月为止，各商业银行在联邦储备银行中保有的存款，加上库存现金，再加上美国公债的总数将近达到他们经过

调整的活期存款和定期存款总额的 50 %。在准备金要求达到这一水平之前，凡涉及的一切问题，实质上不过是一种簿记活动——用一种不同的政府负债，即在储备银行的存款代替了公债。此后，公债的非银行持有者所获得的现款，就会用来购买银行为了满足追加的准备金要求而不得不处置的资产，或者被用来购买资本股票，以及购买由银行组成的接办其贷款和投资业务的投资信托公司所发行的证券。

100%准备金与债务管理的关系

有关过渡的这一讨论，十分清楚地显示出 100 %准备金计划与债务管理之间的紧密联系。到 1959 年 3 月底止，公众——我这里所指的公众是指除美国信托基金和联邦储备系统以外的人——所持有的直接而有充分保证的联邦政府有息债券，总计正好超过 2000 亿美元，其中，大约有 1500 亿美元是以上市销售的形式发行的，另外 500 亿美元是以非上市销售的形式发行的，大多数是储蓄债券。到那时为止，100 %准备金计划就会要求商业银行将其持有的高能货币增加大约 1500 亿美元。这正是联邦储备系统为了提供满足追加的准备金要求而不得不购买的公债数额。而假设的 100% 准备金体制在那时生效，就会涉及用联邦储备券和联邦储备存款形式来取代债务，或者说，几乎也就是用存款银行的存款负债取代实际上是全部的上市公债。

随之而来的货币存量的增加，可能既来自取代非上市公债的联邦储备存款，也来自为弥补财政赤字而产生的追加债务，还可能来自联邦储备系统获得的资产，[4]不同于直接和有充分保证的美国政府债务。各种有可能获得的潜在资产包括：经保险的债务债券或由联邦政府（如各种联邦保险抵押机构）部分担保的债券，各州政府和各市政府的债券，各种国际组织以及外国政府的

债券，承兑汇票和其他的商业票据，等等。应该采用以及在什么条件下采用哪一种选择所需要注意的问题，则比我已经涉及的还要多。除了非上市债券的替代品外（它仅仅在一个有限的时间内才是有用的），从表面上看，没有什么问题需要特别注意了。①

为什么应该支付准备金利息

有关100％准备金体制所产生的一个问题就是，存款机构怎样得到收入去支付其开支。100％准备金体制的指导者们通常作出的回答是，这些存款机构仅仅通过征收劳务费就可以取得收入。我则建议增加另一项收入来源，即对这些存款机构支付其准备金利息。该利息应该由政府通过联邦储备系统来支付。这种增加（虽然是我敦请增加的，但却不是由我率先提出来的）。②在我看来，将极大地增进100％准备金计划的吸引力。

如果竞争普遍展开——并且有充分理由允许完全自由地进入提供存款业务和支票结算业务的银行业——这样，虽说利息会被首先付给银行，但是，这笔收入会被银行或者以支付存款利

① 当考虑到对准备金支付利息的建议时，反对用产生追加的债务去弥补财政赤字的理由就将显得更清楚了。因此，使用这个办法就意味着让利息的支付量，以及与之相联系的将要课征的税收量，都由增加货币存量所预期的速率来决定。很难说这是一个适当的准则。购买其他资产会避免这个问题，因为它们能产生收入。但是这就牵涉到让政府卷入银行经营事务的问题。

解决这个问题的另一个途径或许是通过使人均持有的货币存量不变，从而造成最终产品价格水平的下降，以实现由支付存款利息所针对的目标（见下文）。如果可以基本上不考虑摩擦的调整以及价格和工资的刚性，那么，这种解决办法就会是极好的了。它们却是构成了反对这一解决办法的主要理由。有趣的是——虽然也许并不令人惊奇——这一问题与理想的长期价格状态的问题是联系在一起的。

② 参见前面所引证的明兹的杰作（指《竞争社会的货币政策》——译者注）第186页，特别是乔治·S·托列的《为货币供给的增长作准备》，《政治经济杂志》1957年12期第477页。

息的形式，或者以免费提供服务或低于成本收费来提供服务的形式转付给存户。实际上，存户是会把他们借给政府的资金和他们所保有的现金节余合并起来，正如现在他们会把间接地借给政府和私人团体的资金与他们以银行存款的形式所保有的现金节余合并起来一样。作为一项簿记业务，在促成向100%准备金体制过渡的过程中，联邦储备银行靠它们持有的公债（包括它从各银行和其他投资者处购得的公债）所得的利息，就能得到收入来支付其存户的利息。从经济上说，作为一个整体的政府，从用以维持一切开支的唯一来源——课税和借贷——就能得到支付利息的资金。

对准备金支付利息有三条相关的理由。所有这些理由从根本上看，又是一个更为普遍的理由的组成部分。

第一，正如乔治·托列已经极为有力地论证过了的那样，[①]它将使货币存量更加接近于最优化。如果货币不产生利息，犹如周转通货现在不产生利息和在我所建议的条件下不产生利息一样，或者如同在不对准备金支付利息的100%准备金计划条件下的存款也不产生利息一样，个人就必定会把他能在生息资产上得到的报酬作为持有货币的选择成本。例如，如果某一选择成本是一笔公债收益，比如说4%，那么，这个人就将力图去调节其现金节余，以便使他增加的一美元现金，其价值每一年正好下降4美分。换句话说，持有每一美元现金使他每年在生产性劳务上要花费4美分，——例如，如果他是一个商人，那么，靠一个特级会计员就能使他将其收支协调得更为接近——用于这种开支的每一美元都能使他削减其现金节余。但是如果货币是信用通货，因而是基本上不付代价地产生出来的，

① 同上书，第477——484页。

那么，这就是对资源的浪费。给个人提供增加的一美元现金节余的经常服务，基本上无须耗费社会的什么实际资源。这个会计员的服务，是取得等于这些经常服务的一种低效率的方法。因此，如果与现金节余相等的资产（就其特性方面而言，不同于作为交换媒介的用途），支付一笔实在的（Positive）货币利率，那么，在社会成本和私人成本之间就存在一个差额，这会使个人持有比最适度现金节余要少的现金节余，同时又供献比最适度的实际资源量要多的实际资源量以节省现金节余①，而持有多于适度的实际资源量。

一个完善的解决办法应该是，或者要求所有货币都带有利息，也就是说发行信用货币（可以说这仅仅是作为一种有息证券的共同产品），或者，就是要求货币利率为零（如果各种价格按一个等于真实利率的速率下降，这是可以实现的）。后一种解决办法，作为一种实际事务来说，并非切实可行。前一种解决办法，就存款货币方面来说，是可行的。通过提供免费服务以及对商业银行存款支付利息，在某种程度上现在已经实现了这一点，但尚未达到最优的程度，因为银行仍被要求保留无息准备金，同时还因为在对存款利息支付方面还存在着法律上的限制。对于存款货币来说，通过这里提出的100％的准备金安排，就能充分地实现这个解决办法，只要能对这些准备金支付利息，同时银行又能自由地对存款支付它愿意支付的任何利率的话。虽然在过去各个不同时期，有息证券一直是作为通货流通的，②但是，对周转

① 请注意，这种说法不适用于商品通货，因为这样一种通货需要为其生产耗费实际资源。

② 例如，面额是20美元到100美元的1812年到1815年发行的国库券；1837年到1843年以及1860年发行的国库券；内战时期发行的两种法定货币（包括1863年发行的附有5％利息的一年期国库券和两年期国库券，复利国库券）；不是法定货币的长期政府债券（包括各种债务证书和附有7.3％利息的三年期国库券）。

通货支付利息所涉及的实际问题看来太大，致使这一办法无法实行。对存款货币单独支付利息会导致出现一个高于最适度的存款-通货比。然而，这一损失是否能够抵消比由于对持有存款进行更近乎最适度的刺激而得到的获益更多的部分，这看来是值得怀疑的。

赞成支付准备金利息的第二个理由是刚才提出的抽象论述的一个非常实际的对应部分。人们总是提出来反对100%准备金计划的另一些说法的一个理由(这个理由有某些合理之处)，是存在着强有力的刺激以规避100%准备金要求。因而，人们有可能想出许多巧妙的方法，使按照法律条文不能充作100%存款准备金所需要的种种准货币具有交换媒介的性质，结果，100%准备金计划所起的稳定作用就被削弱了。此外，防止规避行为还涉及政府大量干预私人的财务安排。这种规避100%准备金要求的刺激因素的产生，显然是因为当货币不产生利息，而准货币却产生利息时，私人成本和社会成本之间存在的差异。如果现在对100%的准备金支付利息，规避这种准备金要求的刺激因素就会在很大程度上(如果不是全部的话)被消除掉。这样，寻找使准货币具有交换媒介性质的作法，就几乎无利可图或完全无利可图了。因此，就可以极大地简化推行100%准备金安排的问题，同时也无须干预其他私人财务安排了。

赞成支付准备金利息的第三个理由是以公平原则为根据。为什么政府对它从某些个人，譬如说从有息公债的持有者处借入的财源要支付一笔年金，而对它从另一些个人，譬如说从现在的以及处于100%准备金安排条件下的货币持有者处借入的财源却分文不付，这是难于理解的。

为什么政府能区别对待这两类不同的借贷者，其原因为我们赞成支付准备金利息的这样三个理由提供了共同的根据：在

第一章里强调过的信用货币的技术垄断特性。政府在有息债券的发行方面没有垄断权；因此，为了以有息债券的形式来借款，它就必须支付有竞争性的市场利率。而政府在货币发行方面是有垄断权的，虽然政府由于允许商业银行在拥有部分必要准备金的条件下进行经营，已决定放弃它的部分垄断权了。因而，政府能够按一个给它带来垄断报酬的价格进行借款——在这种情况下它就只是支付零利率。一般地说，正如大家知道的那样在不变成本条件下，进行某种技术垄断经营的产品的最优价格，就是一个等于边际成本的价格。用现在的例子来说，信用货币的产生，就是在大致上不变的成本条件下进行的一种技术垄断经营。其准备金货币的边际成本基本上是零。对于存款货币来说，边际成本就是进行存款服务和支票结算服务的成本。但对存户来说，其成本现在大于这个边际成本，因为他必须放弃他在其他资产上能够取得的利息。将准备金利息支付给银行，以及银行将所得的利息减去营业成本后再付给存户，就牵涉到按边际成本对这种垄断产品进行定价的问题。

对准备金支付利息的理论不只是适用于100%准备金体制，而且同样适用于现在的部分准备金体制。如上所述，即使准备金不提高到100%，也应该要求联邦储备银行对其存款负债支付利息。目前，它们通过负担支票结算和其他服务的一些成本，有限地间接做到了这一点。对它们来说，更好得多的做法是，直接地支付利息，并且对它们现在的免费提供的所有服务索取费用。当然，对准备金支付利息会使它特别迫切地要求取消目前在利息方面的限制，这些利息是银行可以支付给他们的存户的。

如何决定准备金支付的利息

假定联邦储备银行应该对它们的存款负债支付利息，那么，

它们应该支付多少呢?我的第一个想法是,该利率应该与相对的短期可上市的公债的平均收益相等——大致是上面所建议的按周或按月拍卖各种债券的平均收益，而且应该随那种收益逐周或逐月地发生变化。这种办法对于决定付给现有准备金的利息来说,是完全合理的。然而,在向100%准备金过渡方面，所涉及到的上述在数量上引证的数字清楚地表明,对于在100%准备金计划中所涉及的、极大地扩充了的准备金来说,这种做法是不合理的——头重脚轻了。看起来唯有一个完全可行的选择，即按等于前几个月内各种短期政府债券的平均收益水平来规定一个初始利率,然后,则参照诸如90天期的商业汇票等各种短期私人债券收益的变化,来每季度或每半年一次地变动这个利率。如何规定准备金利率这个问题,是一个我觉得最没有把握的问题,也是一个需要更多地予以注意的问题。

小　　结

在结束关于银行业改革的讨论时，我愿高兴地引用我在几年前说过的一段话。"长期以来","我一直是一个100%准备金银行制度的倡导者……我们这些赞成这项计划的人，对于被贴上'不切实际'的标签已经司空见惯了，对于人们认为我们正在提出一项毫无实行机会的改革计划，一项如果得到了实行，就要求完全不切实际地改变现有银行业体制的改革计划的责难，已经习以为常了。然而,具有十足讽刺意味的是,在第二次世界大战期间和战后，由于银行资产的变化而产生的一个完全被忽视了的效果,使我们实现这项计划的道路缩短了一半。因为这项计划的实质正是要使各种货币,不论是通货还是存款,都成为在统一安排下发行的一笔直接的政府负债。" 但是已经大致上"有一

半的公众存款（在商业银行中的）差不多是政府的负债了。在这个意义上，与这些存款相应的银行资产，就是政府的负债"，或者是以无息的通货形式或联邦储备存款形式，或者是以有息的公债形式存在的政府负债。"对于这一半公众存款来说，联邦存款保险不过是锦上添花而已，同时也使它们成为一笔双倍的政府负债"。①

① "为什么美国经济是萧条的证明"）Nationalekonomiska Foreningens Forhadinger)，1954（斯德哥尔摩1954年版）第60—61页。

第四章　货币政策的目标和准则

我们现在都已整装待发，我们该到什么地方去？为了达到什么目标和该采取什么方式来利用我们在前几章所简要论述过的最新货币机制？或者说，为了这一目标和方式，该怎样对待我国目前陈旧的、行将崩溃的模式？

至少在约翰·梅纳德·凯恩斯的《货币改革论》这本小册子出版以后，①这个问题就已经成为老生常谈，即认为货币问题包括国际和国内两个方面，并且不论是采取国内的或国外的解决办法均将受到其中另一方面的紧密制约。而偏偏对于美国来说，在目前条件下，国内外这两个方面的关系比起大多数其他国家，也比美国其他大多数时期都显得更接近于彼此独立。此外，在我看来，国际货币安排最好为国内货币政策留有充分的回旋余地。出于这些原因，也因为最近美国的黄金储备下降引起了调高利率的问题，我将首先考虑国际关系，而后再转到国内政策方面。

国际货币关系

一个采用世界上大多数国家都通用的某种商品本位，或者是采用任何在经济上与此相同的东西来作为本位的小国，如果它同时企图维持本国通货与其他大多数国家的通货之间的固定汇率，而不使用外汇管制或者其他类似的管制的话，那末，其国

① 1924年纽约版，特别是第4章。

内货币政策的余地是极小的。维持外部的均衡(external equilibrium)需要多大的货币存量，它就得有多大的货币存量。国内政策和事变首先是通过其对外汇的需求和供给的作用，从而通过对用来维持外部均衡所需要的货币存量的作用，而影响着国内的货币状况。

在第一次世界大战以前的大多数时期中，美国正是处于这种局面的。我国的国内价格水平和国内货币存量都受世界性的价格波动和国际资本流动的制约，这两个方面的因素共同决定着与外部均衡相一致的美国国内价格水平。只有从1862年到1879年的这段时间是个重要的例外，当时，美国正处于具有浮动汇率的不可兑换的纸币本位时期，因此，得以奉行一种独立的国内货币政策。然而，即使在这个时期的最后阶段，美国也同样受到按战前汇率恢复黄金支付这一愿望的支配。在第一章中指出的另外两个大动荡时期——1837年到1844年，以及19世纪90年代中期——货币的不确定性主要是通过它对我国国际地位的影响而造成困难的。在以上这两次事件中，对商品本位能否维持下去的怀疑，导致了周期性的美元外流，也就是说，导致了投机性的资本移动，而且也就影响到其它的资本移动。资本外流，或者说资本流入的减少，使得与维持该商品本位相适应的国内价格水平降低，要是没有这种外流的话，价格水平是一直保持不动的。在这两次事件中，商品本位纵然也维持了一段时间，但这只有通过以不必要地接受一种比在其他情况下更为严重的国内通货紧缩为代价，才能维持这种本位。人们认为，在直到第一次世界大战的这段时间中，国内的货币安排对于发生过的货币供给变化的大小所起的作用，是微乎其微的，甚至是完全没有的，这种看法不免有些言过其实。说得更恰切些，它们所起的影响是在于货币供给借以发生变化的渠道方面以及货币供给的构成方面。

自第一次世界大战以来，这种局面已经发生了很大变化。在1933年3月到1934年1月这段时间，与在绿背美钞时期一样，我国处于不可兑换的纸币本位时期实行浮动汇率。除了这段时间以外，我国名义上始终处于金本位制下。尽管与以前相比，1934年后我国所实行的金本位是一种具有不同特性和不同比值的金本位。然而，国内货币行为到目前为止充其量只是在三个时期是由外部力量支配着的。第一次是1920年到1921年。当时，联邦储备系统的黄金-准备金比迅速接近其法定最低点，触发了1920年1月贴现率的急剧提高，引起或加剧了严重的国内通货紧缩，同时，放松的政策亦被推迟下来。直到该比例已经逆转了其运动方向，并且看起来安全性已在其法定最低点之上时为止。第二次在1931年，当时英国正脱离金本位，而且担心黄金外流，就又触发了1931年10月贴现率的急剧提高，加剧了国内的通货紧缩。第三次是在1934年到1939年这段时期。当时，美国黄金官价于1934年1月上涨，再结合着欧洲在希特勒篡权之后的资本大量外逃，于是引起了大量的黄金涌向美国，这就成了美国的货币存量同步增长的一个主要根源。但甚至这最后的插曲也是有些可疑的。如果黄金流动没有造成货币存量的扩张，那末，货币存量的扩张看来也很有可能由其他一些措施所造成，因为国内的种种政策很明显地是为了使货币存量增加的。在1914年以来的这段时间中，很难看出国内的货币供给情况与外部均衡的需要之间有什么紧密的联系。外部力量的作用主要表现在国外持有的美元差额的变化中，而黄金存量的变化则是由货币当局的"消毒"*——借用一个从疾病传染的角度看是出

* 消毒（sterilized），通常译为冻结，即黄金冻结，这里为了与下文衔接，直译为消毒。即黄金外流好象疾病的传染，为了防止传染，就得"消毒"——冻结以防继续外流——译注。

乎意外地贴切的术语来说明问题——来抵消的。当黄金流动是受感应而不是被抵消时，上述三个事件中的两个事件，就如同疾病传染一样引发了。

在此期间，美国在其国内财政状况方面之所以能在如此大的程度上获得明显的独立性，是由于以下几个原因。一个原因是，在此期间的大部分时间中，世界上其他大多数国家都已不再实行金本位制。就对汇率的关注而言，不论黄金的美元价格是否自由变化，也不论外汇价格是否固定不变，都是无关紧要的(美钞时期就是一个例证)，换言之，不论美元价格是否固定不变，也不论外汇价格是否自由变化，也都是无关紧要的，许多国家在第一次世界大战和第二次世界大战后，以及在本世纪30年代的大部分年份中的情况，还有目前加拿大的情况，就是这样的例证。在这两种情况下，可变汇率都提供了一种使外部均衡和独立的国内财务政策协调一致的工具。另一个原因是，象许多国家的情况一样，我国对外收支帐目中也显示出了盈余和赤字的不对称。自第一次世界大战以来的大部分时间中，当时的经济环境、我们的政策以及其他国家的政策恰恰又都导致了我国国际收支差额中的一个实际的或潜在的盈余。1914年以前，黄金流入的结果本来是趋向于使货币供应量增加的，而且这种趋势也是应该允许发生的。1918年以后，货币当局本来也能够更有准备地去防止类似的趋向发生作用，而且它们本来也是更倾向于这样做的。我们始终乐于被动地接受黄金流入，也乐于听任我国的黄金存量增加。而我们对黄金外流的反应则始终与此截然相反。外部力量影响到国内货币行为的这两个明显例子，涉及对实际的或潜在的黄金外流的反应，即令在这两个例子中，作为先前黄金流入的一个结果，当时我国的黄金存量达到了历史的高水平。另一方面，在过去几年中，人们对黄金外流所表示的关注，

比起对先前曾把黄金存量提高到前所未有的水平的那种黄金流入所表示过的关注，要强烈得多。

以上两个原因对我国尽管在名义上坚持金本位制而在货币政策上又具有很大的独立性，提供了一个基本的解释：因为世界上的其他国家一直在很大程度上来适应我们而不是我们去适应他们。我国在世界上已经成为如此重要的一部分，以至于我国的政策对整个世界的倾向也有着举足轻重的影响。除此之外，在其他大多数国家的对外收支帐目中，对外支付的比重要比我国自己的大得多。其他国家也都显示出盈余和赤字的不对称反应；我们被动地接受黄金的流入，只不过是把调整国际收支的任务推给他们。而他们也都是经常希望接受黄金流入的——本世纪20年代末的法国，以及最近几年的德国便是见证——但这只是一种对黄金外流所作出的反应。凯恩斯对财政政策的独立性和固定汇率二者之间互不相容所作的分析，是极为卓越的，这种不相容已经表现出来了，但我们在很大程度上却是袖手旁观。作为这种互不相容性的一个结果，其他国家所采取的措施也是极不相同的，这既取决于他们的国内情况和政策，也取决于他们所面临的其他问题，即浮动汇率，这是在第一次世界大战后和在本世纪30年代后期业已被广泛采用的了；更替国内政策，这是英国在1925年以后在某种程度上所试图做过的，也是其他国家在大萧条后所试图做过的；直接管制外汇交易，这是第二次世界大战后被广泛采用过的；等等。

当然，我们的国内政策并不完全独立于我们的国外支付地位。例如，在战后年代中的所谓“美元短缺”，就毫无疑义地使我们用于外援的花费大于在另一种情况下会有的水平，犹如现在的黄金外流正在导致某种要减少外援开支的压力一样。但国内政策与对外支付状况的联系始终是松散的，对于我们的目标来

说，更为重要的是，这种联系并非以自动适应满足外部均衡需要的货币存量的形式而存在着，这种形式如同传统金本位的调节机制那样是隐藏着的。

凡所有货币都是由黄金，或者由黄金的库存收据（或许某种固定的信用发行除外）所组成的一个十分完备的金本位制，本来是具有完全的自动调节功能，以及不受政府管制等很多长处的。从用于开采黄金所需要的资源量，以及由生产黄金和其他商品的相对费用的变化所引起的价格波动这两方面来说，这种金本位制可能是代价高昂的。不过，如果这一金本位制行得通，好处一定是抵得过费用的。然而，由于我们在第一章所提到的那些原因，这样一个财政制度能否稳定，却值得怀疑。这既不是一个为现代大多数金本位制的倡导者们所支持的制度，甚至也不是于19世纪金本位制盛极一时期间所流行过的制度，当时，存在着大量信用因素的混合物，也存在着许多有意识的管理。这种制度甚至与美国从第一次世界大战到 1933 年所实行过的名义金本位制也相去甚远，更不用说1934年以后的情况了。在这一时期中，我国没有在一个十分完备的金本位制中得到任何好处，而它的弊病则被大大地扩大了。

只有文化的落后，才会使我们仍然把黄金看做是我国货币制度中的中心因素。关于黄金在美国货币政策中的作用，有一种更为准确的描述，这就是说，象小麦或其他农产品一样，黄金首先是一种在价格上得到支持的商品，而不是我国财政制度的关键物。我国对黄金的价格支持方案在三个重要的方面有别于我国对小麦的价格支持方案：第一，我们既对外国的黄金生产者也对国内的黄金生产者提供价格支持；第二，我们只是对外国购买者，而不是对国内购买者，按支持价格不受限制地出售黄金；第三，这一点是黄金的货币作用的一个重要残余，即财政部有权生

产货币去支付它所购买的黄金，以至购买黄金的这笔开支不会出现在预算上，而且这笔开支的所需数额也无须明确地由议会拨出。最后这个特征由于同样的原因也同样适用于我国在1934年后生效的各种各样价格支持方案下的白银购买。出于和我们在积聚小麦的相同原因，我们过去也一直在积聚黄金，直到现在我国已拥有世界黄金储备的半数——因为，每盎司黄金35美元的支持价格已经高于市场价格。在这种情况下，难道我们不应该欢迎一种能使我们处置掉一部分这种特殊剩余品的局面吗？

黄金还有另外一个作用。根据法律规定，联邦储备系统必须保留等于其发行的联邦储备券负债和存款负债的25％ 的黄金储备。目前的储备量则大大高于这一水平，而且，在现在可以预见的情况下，目前的储备量可能仍将保持下去。但如果目前的黄金储备达到这25％的界限的话，那么，这一界限似乎很可能要改变，这就象在1945年当前述界限达到以后所发生的那样，而不会允许这种储备地位去加剧不为任何人所欢迎的通货紧缩——这当然是理想的事物发展进程。因此，甚至作为一种货币准备，黄金原本只是一种象征。

自1958年初以来，我国的黄金存量已经下降了30亿美元左右。没有任何方法可以断定这种下降与我国国际收支的任何一个特定因素有关。黄金只是一种外国人愿意用来保有其得到的美元余额的形式而已。这些美元余额来自美国采购外国的货物和劳务的支付、国外资本投资、私人馈赠以及超过了用于相应项目上的美元开支的政府外援。只要我国把目前的黄金政策继续维持下去，黄金对外国持有者来说，就是美元的等价物。人们可能宁愿要黄金，这或许是因为人们预期它的价格会上涨，或者是由于其他国家愿意把它用做货币准备金，或者是由于个人用作货币贮藏的缘故。

因为外援是一个独立的、为非市场力量所决定的美元来源，因此便出现了与外援相联系的黄金流失的某种趋势。在这种情况下，或许有人会以此来评述黄金的流失，即认为世界上的其他国家已经决定以黄金的形式，而不是以其他物品的形式，来接受我国给予他们的大部分外援。从我们的观点看，储存于诺克斯堡的黄金正在起着非生产性职能的作用；我们既不能把它用作食物，也不能把它用于衣着，用作住房。外国可以用来换取黄金的物品正在为我们的福利做出贡献。因此，让我们的外援采取黄金输出而不是物品输出的方式对我们是非常有利的。我国在战时和战后之所以积累了大量的黄金，是因为外国对美国物品有着迫切的需要，超过了用他们所挣到的、借到的或作为援助得到的美元所能购买到的数量。于是我们不允许黄金流入来影响我们国内的货币政策。现在所采取允许黄金外流来影响我们的国内货币政策的做法，将会是一个错误。

我认为，继续执行我国现行的黄金政策几乎没有什么正当的理由可言。公正地说，我国并不准备允许黄金流动来调节我国国内货币政策。难于理解的是，为什么黄金是一种我们应该支持其价格的商品。黄金的主要生产国是南非、加拿大和苏联；这三个国家中没有一个是我们感到有必要提供经济援助的国家；假如我们的确想援助它们的话，那么直接提供援助会更经济、更有效；这当然是为了我们本国的金矿利益的缘故。

当前的黄金外流提供了一个减少我国的黄金库存的机会。它对于促进消除或减少某些国家为了抵制美国出口物品而设立的不平等贸易壁垒或外汇管制也是很有好处的。但另一方面，如果黄金外流继续下去，便会引起一种严重的危险，即迫使我们对此采取行动的压力会导致我们去采取一些我们本来不愿意采取的措施——或者是提高黄金价格，因此还将进一步增加黄金

支持方案的代价；或者对进口设置额外的障碍并鼓励出口，因此还将进一步背离我们应该为之努力的自由贸易政策的方向；或者使货币政策变得比由于国内原因所需要的更紧。为了避免被迫采用上述任何一条措施，解决的办法是停止按固定价格去买卖黄金，取消当前不适合时代需要的黄金储备要求，并且允许黄金价格由世界自由市场来决定。与此同时，我们也应该放弃那种更欠合理的义务去购买白银。

正在企图使人们相信的一种说法是，当前的黄金外流正意味着：如果取消我们的价格支持方案，那么自由市场上的黄金价格就会高于35美元1盎司。这种情况可能会出现，但决不能肯定一定会出现。外国人和其他国家之所以希望持有黄金的一个主要原因，是因为它可以按一个固定价格兑换为美元。其真正的需求是美元。可以说，假如我们取消了对黄金的价格支持，但仍保留目前的黄金存量，那末就将改变对黄金的需求，因为黄金不会再继续具有控制固定数量美元的性能，结果就可能会降低而不会提高世界黄金价格。

现在的问题是，每盎司35美元的固定黄金价格是为决定美元与其他也维持黄金固定价格的国家的通货之间的汇率服务的。虽然取消固定金价可以通过其他措施与刚性汇率结合起来，但在我看来，允许汇率由市场决定要比这好得多。这就要求美国既要避免规定美元和其他外币之间的任何官方汇率，也要避免在外汇市场上进行官方的投机活动。这实质上就是加拿大在几年前所采取的做法，这种做法至今仍在发挥着很好的作用。我已经在其他地方比较详尽地阐述了实行浮动汇率制的问题，①所以，在这里只要再提一下就够了，即这样一种制度使国家之间进

① 参见《浮动汇率论辩》，《实证经济学论文集》(1953年芝加哥版)第157—203页。

行最大限度的国际合作有了可能，使每个国家都各自奉行一种独立的国内货币政策，而不需要外汇管制、进出口限额和设置其他的贸易障碍。

国内货币政策

假设我们不准备，也不应该准备容许让国内货币政策由黄金流动或外国支付安排的其他表现形式来主宰，那末留待解决的中心问题就是，我国的国内货币政策应该是什么样的？

在一篇受到称赞的论文——《货币政策中的规则与裁定》中，①亨利·西蒙斯对回答这一问题的两个方法进行了鲜明的对比：其一，通过确定一个一般目标进而赋予货币当局以自行处理的广泛权力来促使这一目标的实现；其二，通过授予货币当局以种种明确具体的责任，以便使之按照事先确定了的、众所周知的规则去执行。虽然西蒙斯做得很清楚，但不全面。单单一般目标本身就多少限制了货币当局的自行决断权，甚至在更大的程度上限制当局实现这一目标的权力；同时也很难在合理规则中写上不留下某些自行处理的措施的字样。然而，虽然如此，这种比较还是鲜明的，也是重要的。

实际上，我们几乎始终完全依赖于货币当局。正如在前文所指出的那样，我们一直在这样做，虽非出自本意，而是由于金本位制的作用发生了变化，而这种变化的出现则大约是由于第一次世界大战使联邦储备法令的制定者们所期望用于限制货币当局自行决断权的这种有效“规则”，被极大地放松了。在缺乏严格的金本位制约束的情况下，引用联邦储备法令的条文“调整商

① 《政治经济学杂志》，第44期(1936年)，又被收入亨利·西蒙斯《一个自由社会的经济政策》(1948年芝加哥版)第160—183页。

业和企业”，就很难对货币当局的自决权进行任何限制。①

在如此重要的一个政策领域中，对货币当局的自决权有着如此大的依赖，这在一个自由社会的政治背景下，是绝不能令人同意的。经验证明，它还造成了一个不幸的财政后果。它也意味着，当主宰着货币当局的人态度发生了变化时——从20年代早期的强调“实物票据”学说，到20年代中期的取消存货投机，20年代后期的遏制证券市场的投机活动，30年代早期面临国内财富外流时的对外部压力和胆怯心理的敏感情绪，40年代的债券支持政策，到50年代的对周期运动和依赖“宣布效应”的敏感情绪——就会在政策的直接指导上和政策的内容上引起连续的、无法预定的变化。这种情况还说明，货币当局不断受到政治和经济的压力的影响，也为种种偶发事件和舆论的短命思潮骗人作用所左右。货币当局的职责就是提供一个稳定的货币背景，反对加剧或至少不加剧当前舆论和偶发事件的多变思潮。这就是对货币当局的所谓“独立性”的肯定。然而，货币当局的职责既模模糊糊，其自行决断的权力范围又如此之大，这样留给他们的不过是“自作聪明”和抵制当时的压力的个人意愿，以及否认他们的职责保障而已，这种保障本来是由明确的职责和确定的规则所提供的。

在追求一般目标时依赖自行决断权也意味着，缺乏令人满意的准则来判断实践行为。这就使我们几乎不可能去估价成功或失败的责任，也极大地增加了从以往的经验中进行学习的困难。联邦储备系统，或者甚至是更广义上的货币当局，已经不是负责这些一般目标的唯一机构，而这些目标是他们一直努力倡

① 联邦储备法令第14条第5节。1933年的银行法令改变了第14条第5节的提法，具体规定了“维持良好的信贷状况，调节商业、工业和农业”是联邦储备系统行动的指南。

导的，并且已经成为"良好的信贷状况和对商业、工业和农业进行调节"的流行解释——这些一般目标诸如经济稳定、充分就业、价格稳定、增长等。这些目标需要通过许多公共机构和私人机构的共同行动才能达到。而货币当局只是这许多机构中的一个。实现这些目标的成败，不能单单归因于货币政策，因而也就不能成为一种实施准则。在研究《联邦储备系统年度报告书》中，我得到了一个有趣的收获，这就是出现波动激烈的周期模式，乃是货币力量和货币政策共同发生作用的结果。在繁荣的年份，货币政策是一种强有力的工具，熟练地掌握这种工具，对于促进经济进程来说，是值得信赖的；在不景气的年份，其他的力量就是经济变化的主要根源，货币政策对此几乎无能为力，只有熟练地利用其可以利用的极为有限的权力，才能防止经济状况变得更糟糕。①

授予货币当局如此广泛而又重要的职责，但又既不通过明确地规定指导政策的规则来对这种职责做出限制，也不受外部实施准则的检验，这就是我国现今货币安排的一个严重缺陷。这一缺陷使得货币政策成为一个不确定和不稳定的潜在根源。它也为那些对经济状况的好坏负有责任的人提供了更大的权力，用联邦储备系统喜欢强调的术语来说，也就是为解决由于这些人而产生的种种问题提供了更大的"灵活性"。如果我们在第一

① 甚至1933年的年度报告书中也以这样的论调来评论银行休假日："在危机期间，联邦储备银行对通货的巨额需求的满足能力，表明了这个国家在联邦储备法令下的通货制度是有力的……1933年2月和3月之际的这场危机，并不是通货危机而是银行危机，它不是由通货的短缺而引起的，而是由对银行的偿付能力丧失了信心引起的，也是由银行资产的贬值引起的，而这种贬值又是随着衰退引起了各类财产价格的跌落而来的。"在后来的《年度报告书》中又再次评论道："要说明在这次衰退的过程中，什么原因使联邦储备系统没有去实行一种自由的公开市场购买政策，是很困难的。"《年度报告书》第20期，第369—393页。

章所做的分析在很大程度上是正确的话，那么，经验说明，消除政策不稳定和不确定的危险远比维护其“灵活性”更为紧迫。因此，改革我国现今货币政策控制的主要需要是为货币政策提供一个更为明确的指导方针和更加令人满意的实施准则。

要做到这一点，有一个人们经常强调的办法，即把价格水平的稳定同时作为货币政策的具体目标，作为政策的直接指导方针以及政策的实施准则。推荐把价格水平的稳定作为货币政策的具体目标，作为一种在促进我们更接近最终目标时，从其他层次的经济政策中区分出货币政策的特殊作用，是很多的。货币存量对价格水平具有关键的影响。没有货币存量在相同方向上的变动，在相当短的时期内是不会发生价格水平的实质性变动的，但情况是否真正如此，仍很值得怀疑。从长期看，货币存量的变化在理论上可以有效地抵消或加强其他因素，以控制价格水平的变动趋势。

然而，我也同样对联邦储备系统反复表示过的要把价格水平的稳定作为政策的直接指导方针的愿望表示怀疑。这除了完全由应当利用的具体价格指数所带来的技术问题外，最主要的困难就是短期内的价格变化和货币变化之间的联系过于松散，而且几乎是完全不可知的，这就使得价格水平的稳定不能成为一个客观的和合理而不含糊的政策指导方针。

联邦储备系统并没有控制价格水平。它控制它自已的盈利资产的数量，而且在目前的情况下只差一步，或在前几章所建议的那种改变了的货币安排的情况下，也直接控制着货币存量。货币存量与价格水平之间的联系如果是直接的和稳固的，或者如果是间接的和可变的，只要人们可以充分理解这一点，则上述两种情况的差别就不过是一种没有差别的区分而已；对一方面的控制就暗含着对另一方面的控制；政策指导方针的确定，不论是

从要达到的目的和价格水平的稳定方面来看，还是从将被使用的手段和从货币存量的变化方面来看，都不会有什么区别。但是，这种联系既不是直接的和稳固的，也不是可以充分理解的。当货币存量和平均的价格水平是系统地联系在一起的同时，在短时期内，特别是在货币和价格两者波动平缓时，这种联系却有着很大的变化，我们以往的大部分经历都具有货币和价格的这种平缓波动的特征，而且我们也愿意把它作为我国所有经历的特征，如果货币和价格之间的联系是同步的——虽然也是可变的——但这种联系的可变性将不起决定作用，这就使货币存量的当前变化会立即或只延续一段很短时间，就对经济状况和价格水平产生充分的影响。因此，采用"试验—失误—再试验"的办法来达到对货币和价格之间关系的充分理解，就变得不那么难了。失误也不会被积累起来，而且可以得到很快的纠正。然而在事实上，有许多迹象表明，货币存量的变化要在一段颇长的延迟以后和经过很长的时期才会产生效果，而且这种延迟是相当变化莫测的。我与施瓦兹夫人合作在国家经济研究所进行的一项研究中发现，按18个周期的平均数计算，货币存量变化率的峰值倾向于比一般商业变化率的峰值提前16个月左右，而货币存量变化率的谷值则要比一般商业变化率的谷值提前12个月左右。如果是用价格指数的而不是用一般商业周期的峰值和谷值来进行比较，其结果也会是大致相当的。就单个周期来说，记录下来的先导指标到达峰值的时间，是在6个月到29个月之间变动，而到达谷值的时间是在4个月到22个月之间变动。正象这些观察表明的那样，这是一种高度一致的状况，并且足以把这平均先导指标约束在一个相当狭窄的范围内。但对于与政策密切相关的个别情况来说，这又是一种高度易变的状况。

在这种环境下，只要有预测的可能，价格水平——或为此而

设的任何其他经济指标——就可以成为一种有效的指导方针，要使这种预测成为可能，首先是要能预测在未来相当长的一段时间里一些非货币因素对价格水平的影响，其次是要能预测在各特定场合中货币活动发生其影响所需要的时间长短，第三，是要能预测更替的货币活动的影响大小。就我们目前所掌握的知识而言，如果今天的货币活动都要经过一段时期，比如说，从现在起经过14个月才能发生作用，那么设想一个“试验—失误—再试验”的程序，以适应长度为 2 年、3年或 4 年的价格水平波动是相当困难的。我发现，在我们对货币活动和其发生影响之间的延迟究竟是 4 个月，还是 29 个月，还是界于这二者中间，缺乏最基本的了解的情况下，要设想一个有效的程序实际上是不可能的。我们大概只是在今天才体验到 1958 年上半年货币供给的迅速膨胀效果，而这种膨胀则是对 1957 年到 1958 年的衰退作出的反应。那次衰退本身很可能部分地反映了 1956 年和 1957 年期间货币增长率的相对放慢，而这种放慢则又是对同一时期价格上涨的一种反应。1956 年到 1957 年的价格上涨本身又是与 1954 年和 1955 年的货币供给膨胀相联系的，而这种货币供给的膨胀则又是对 1953 年到 1954 年衰退的一种反应，如此等等。这种描述虽然过于简单，但已经具有足够的力量雄辩地说明问题了。

一种令人满意的政策指导方针或规则应该比价格水平更直接地与货币当局可利用的各种手段结合在一起。我相信，我们通过规定货币当局在有效控制货币数量方面的作用，以及规定他们能够适当地承担起责任的行为，总要比在他们缺乏明确而又可接受的准则的情况下，甚至是在事情发生之后，来指示它们仅仅应该在正确的时间做正确的事情（不管他们是否已经这样做了），能够更好地促进合理的稳定的价格水平这一最终目标的

实现。这一点就象许多人类活动一样，有时迂回绕行反倒是归家的捷径。

货币当局可以有效地进行控制的最重要的数量，就是货币存量，这也是货币当局应承担的最基本的职责。在目前情况下，甚至货币存量也不为联邦储备系统所直接控制，联邦储备系统直接控制着自己的盈利资产。正如我们已经看到了的那样，高能货币的总量是受诸如黄金流动、财政部收支差额的变化等另外一些因素的影响的；与任何既定的高能货币总量相适应的货币总存量，都受高能货币与银行愿意持有的存款的比率以及公众愿意持有的通货与存款的比率的影响。控制盈利资产与控制货币存量之间的这些误差，在很大程度上可以通过我们在前几章所提出的改革而得到消除。这种改革可以使联邦储备系统的盈利资产的变化基本上与货币供给量的变化保持一致，从而也就为联邦储备系统提供了对货币供给量的直接控制。但甚至在目前情况下，联邦储备活动与货币供给量之间的关系是相当密切的，其效果的产生也是足够迅速的，而这种联系也是足以充分理解的，因此，如果我们愿意的话，合理地紧紧控制货币供给量是行得通的。我的意思并不是说，这一过程不会包含着许多试验或某些失误，而仅仅是说，失误无须积累起来，并能得到相当迅速的纠正。这一过程会涉及许多相当复杂的技术问题，但是，联邦储备系统对处理这些技术问题已经积累了丰富的经验，并且为此培训了许多人员。

所以，在我看来，从系统地阐述货币规则和应当作为政策的实施准则的货币状态方面看，货币存量是一个具有重大意义的数量。这样，留待解决的问题就是：我们寻求达到的货币存量状态，究竟是靠指示货币当局如何来做呢，还是靠设计一个能够自动产生出理想模式的系统？

几年前，作为对这个问题的一个回答，我提出了一个有较大自动程度的体制，它可以将货币供给的变化与预算状况的变化联系起来。① 预算中的每一美元盈余会减少一美元的货币存量，而预算中的每一美元赤字会增加一美元的货币存量。这些盈余和赤字本身是由改变经济状况对一个稳定的税收结构和稳定的支出政策的影响而产生出来，这种税收结构和支出政策会被调节得适合于政府应该进行的种种受欢迎的活动，而且在对周期波动作出反应时也不会被改变——这就是由经济发展委员会几乎是在同时提出的"稳定预算政策"。②因此这项建议将会把联邦预算所固有的灵活性作为在货币存量方面反周期波动的手段。

自从这一建议公布以来，我所进行的研究使我没有理由怀疑它可以很好地发挥作用；也没有理由怀疑它可以提供一个稳定的财政背景使重大的经济波动几乎成为不可能，而又不会加剧较小的波动，甚至可以缓和这种波动。但我变得愈来愈信服，即这个建议不必要地过于繁琐和复杂了，而一个简单得多的规则也能产生出令人高度满意的结果来，而且将会具有两大好处：第一，如果这一规则能够有效地阻碍机会主义的"拙劣的修修补补"，那么这一规则本身的简单明了会使公众便于理解并获得必要的支持；第二，它在很大程度上可以使货币问题和财政问题区分开来，因而只需要在一个很小的范围内进行一种较易实现的改革。

这一更为简单的规则就是，年复一年地按一个固定不变的速率增加货币存量，而且决不迎合周期的需要而使这个增长率

① 参见"经济稳定的货币和财政体制"，«美国经济评论»第38期(1948年6月号)，第254—264页；又被收入我的«实证经济学论文集»，第133—156页；也被收入费里德里奇·路兹和劳埃德·明兹的美国经济协会提案处理委员会所编«货币理论读本»(1951年)第369—393页。

② 经济发展委员会：«税收和预算：自由经济中的繁荣计划»(1947年11月)。

发生任何变化。这个规则是能够被联邦储备系统自己采纳的。或者另一种情况是，议会可以指示储备系统去遵循这个规则。如果在我国的货币安排中采纳了这个规则而又不作任何其他的改变的话，那么联邦储备系统在用于增加货币存量的精确技术方面，就会有更大的自行决断权，并且能在只有一个可以预计到的误差幅度（虽然不是很大，大约1.5%到1%之间）的情况下，实现这个目标。如果发生了我所提出过的其他变化，那么，自行决断权的范围就会急剧地变小，于是误差的幅度也会急剧地变小。

为了使这个规则更加具体，我们需要：(1)对它所指的货币存量下定义；(2)阐明固定的货币增长率应该是什么；或者说，阐明应该如何确定这一增长率；(3)阐明如果允许年内或季节性波动存在，我们应该采取什么对策？

(1)直到现在，我所使用的"货币存量"这个术语的含义似乎是不言自明的。但实际上并非如此。在现实中，存在着一系列不同的资产，它们在各种不同的程度上都具有我们认为是典型的"货币"概念的性质，因而，也就不存在一种划分"货币"和"准货币"的区别界线的统一方法；为着不同的目的，或按照不同的时间，在这一系列资产中的某一点上划分这条界线可能更合适一些。在研究中，我们发现，最有用的货币概念是这样一个概念：即把公众持有的通货，加上在商业银行中的经调整的活期存款和定期存款包括在内，但在互济储蓄银行中的定期存款，以及在储蓄和贷款协会中的股份等等除外。联邦储备系统一般所使用的"货币"一词，其范围则要狭窄得多，只包括通货和活期存款。而许多经济学家所使用的"货币"一词，其范围则要更广泛一些，除包括通货和活期存款外，还包括互济储蓄银行中的定期存款。我本人则很倾向于赞成我们所使用的货币概念，因为从经

验上看，与其他的货币概念相比，这一概念似乎与收入和其他的经济数量的联系看来多少要更紧密一些，同时也因为从容许有很大变化的簿记类别来看，这一概念不需要划分私人机构的存款负债。但是这一概念的依据确切地说远没有什么定论。更为重要的是，我并不认为挑选一个特定的货币概念至关重要，只要首先它的范围至少应包括通货和经过调整的活期存款；其次，应做出一个定义和明确的选择；再次，选定的增长率应该适合于这个概念。种种可能被包括于货币概念范围内的货币，都具有不同的长期增长率，而且这些增长率可能具有连续性。然而，就它们彼此而言，在短期内不会激烈地发生变化，而且，如果我在前面所提出的某些建议，特别是有关向联邦储备系统中的准备金余额支付利息，以及废除目前对活期存款支付利息的禁令和对定期存款的利息最高限额的建议被采纳的话，那么不同的长期增长率的变化甚至会更小。

(2)应该选择这样一个增长率，使得按平均数算，可以指望它与一个大致稳定的最终产品价格的长期水平相符合。就刚才提到的货币概念来说，也就是通货加上所有商业银行的存款。按过去 90 年的平均数算，这本来需要一个略微超过 4% 的年增长率——要为大约超过 3% 的产出年增长率和为 1% 的货币流通速度的长期减缓率酌留余地，也就是说，随着实际人均收入的提高，公众所希望保持的每一单位产出的货币存量也相应增加。以这种根据来判断，就货币的这一特定概念而言，每年 3% 到 5% 的货币增长率，就可以指望符合于大致稳定的价格水平。在过去10年中，由于定期存款相对于活期存款来说已经上升，同时，非商业银行的定期存款量相对于商业银行来说也已提高，因此如果我们采用一个更为狭义的货币定义，那么一个稍微低一些的货币增长率可能更合适，而如果我们采用一个更为广义的货币

定义，则一个稍微高些的货币增长率可能更合适。

就这一定义来说，采用特定的货币增长率在我看来并不比采用一个固定的货币增长率更为重要，只要这一固定增长率处于我们所建议的范围之内的某一点上，而且适合于该货币定义。一个被证明是多少有些过高的增长率可能意味着一个长期温和的价格上涨，而一个被证明是多少有些过低的增长率会意味着一个长期温和的价格下降。但在我看来，这两者都不是严重的问题。严重干扰经济稳定的是急剧而又巨大的价格波动，而不是在上涨或下降这两个方向上的温和而又平稳的长期价格运动。货币存量的一个固定增长率虽然不会消除温和的周期波动或长期波动，但却几乎肯定能消除如此急剧而巨大的波动，并为公众那部分的长期经营计划提供一个坚实的基础。

(3) 我发现对年内波动所采取的措施颇为令人费解。我们现在把货币存量的季节波动看成是理所当然的，而且也倾向于将这种波动比作其他的季节性波动。然而这两者之间存在着至关重要的不同。货币存量的季节性波动基本上是一种审慎的政策行动的产物，而不是气候环境或类似环境的产物。联邦储备系统的一项最初目标是要减少利率的季节波动。它通过放宽货币存量的季节波动已经实现了这项目标。我认为，只要货币存量的季节波动是有规律性的，从而使公众能够适应它时，就不必反对这种变动。另一方面，我也认为不必反对短期利率的季节波动。然而涉及到消除利率季节波动的那种判定方法，也有某些特殊的道理时，它也并不能避免其他种类的判定方法的缺陷。另外，也根本无法准确无误地决定货币存量需要什么样季节波动以消除利率的季节波动。已经引入货币存量中的实际季节波动始终是很大的，而且逐年都发生相当大的变化。因此，这个建议初看上去似乎颇有吸引力，但是，应用规律性的增长率来季节性地

调整货币存量，就会涉及到把一个实质上是主观的因素引入货币存量的状态中——在引进什么样的季节波动确定之前，不能进行季节调整。我自己暂时的结论是：更可取的做法是免除季节调整而采用实际货币存量应该按预定的速率逐月增长的规则。为了避免误解起见，让我注释清楚：这将会分别与通货和存款的季节变动相一致，只要这种波动互相抵消。

逐月不断地按一固定速率来增加货币存量的这个建议，当然是简单的。这可能会使人们极为震惊，认为这是头脑简单的表现。当然，人们会说，做得更好并不难。当然，用联邦储备系统的一位主席所讲的话来说，不论风向如何，与其顶风而立，不如"顺风而倒"，这可能更好一些。我早先有一些评论大概提到过，事情并非如此简单。事实上，我们一直到事情发生后的几个月，仍对经济风向知之甚少，可这还是有用的。当我们现在所采取的措施即将发生作用的时候，我们就需要知道风将向哪个方向吹，起风的日期本身是变幻不定的，或许是距今半年、1年或2年。就气象学的目前水平来说，要在今天预知下一年的风向确是一件不容易的任务。

撇开理论不谈，历史的记录几乎没有提供任何依据，去想象这是一件可以比我所建议的简单规则更为简便易行的事情，好的事情。至少从本世纪20年代初以来，我国的货币当局就一直在企图做的，恰好就是这件事；他们一直在试图把货币政策作为促进稳定的工具。总的看来，负责货币政策的人员始终是一个能力强、具有公众精神和目光远大的群体，因此，有理由希望他们能处于这样的位置上，当然虽则也存在着在两方面均属例外的一些人物，并且他们一直是依靠某一研究部门的服务（这一部门拥有我国的一些领先的货币学者，而且保持着一个技术卓越的高标准水准）。然而在整个这一时期中，我怀疑会有许多（如

果有一些的话）在货币事务方面精明的学者，会不同意这种判断，即认为货币存量的这种实际状态已经清楚地肯定要比由简单规则所产生的货币存量状态更加糟糕。即使我们不考虑战时的情况——当时，这简单规则几乎肯定地被抛弃不用了，情况也可能确实如此。

简单规则本来可以避免1919年到1920年货币存量的过分膨胀以及此后的急剧减缩，本来可以避免本世纪20年代后期相当温和但却持续的通货紧缩压力，本来可以避免1929年到1933年货币存量的急剧下降和在此之后的相当急剧的上升，同时也本来可以避免1937年到1938年衰退期间货币存量的急剧下降。自第二次世界大战以来直到1946年底的这一段时间中，简单规则本来是可以产生一个低于人们在实际上实现的货币存量增长率，1947年期间实现的是几乎相同的增长率，从1947年的某一时间到1949年末，也就是说在整个1946年到1948年的扩张阶段和整个1948年到1949年的减缩阶段，本来也可以产生一个更加迅速的增长率。简单规则本来也可以产生一个与人们从1950年到1953年早期或中期所实现的平均增长率大致相同的增长率；然后从1954年中期开始，或在1953年到1954年衰退的大部份时间里，这一规则本来可以产生一个更高一些的货币存量增长率；本来会产生一个与从1954年中期到1955年中期所经历过的大致相同的货币存量增长率；然后从那时起到1957年底，特别是在1957年后半期，在1957年到1958年减缩后，本来会产生一个更高的货币存量增长率；简单规则本来还会产生一个低于1958年上半年所经历过的增长率；会产生一个然后从那时起直到1959年中期本来还会产生一个与实际经历过的增长率。

本来，简单规则可以对货币存量的状态方面带来巨大改善，

这是就两次战争之间的时期以及这一时期的主要波动而言的。正是这些改善给了我如此的信心，深信有识之士会得出一个近乎一致的赞成这一整个时期的简单规则的判断。但是，无论有规则还是没有规则，财政结构的变化——明显的如建立联邦银行存款保险制度，改变银行资产结构，以及改变黄金的作用——以及货币当局态度的变化——明显的如对减缩的高度敏感——都使得重犯那些类似在两次世界大战之间的时期中曾犯过的主要错误完全不可能了。这一点几乎是不可想象了：货币当局现在还会允许货币存量下降1/3，就象它曾在1929年到1933年所做的那样，或者说，甚至允许货币存量在10个月内下降将近4%，就象它在1937年所做的那样。毫无疑问，简单规则的成绩之一，就在于它为避免这些主要错误提供了保证，但是人们也可以强词夺理地争辩说，其他的因素也已经提供了足够的保证——虽然我应该补充说，新的错误是很多的，而且保证避免不同于过去所发生的那些重大错误，特别是保证避免货币供给量过度大量增加方面，是值得称道的。

自第二次世界大战以来的这段时期里，减缩不那么明显，也不那么激烈了。货币当局一直遵循着的政策已经使货币供给的状态非常接近于在简单规则的假设条件下的货币供给状态，比两次世界大战之间的情况还要接近。因此，需要一个更好的实践准则来判断诸如种种现有的矛盾现象是否令人满意等问题，也能用于判断早期的那些比较和缓的矛盾现象。我自己的看法是，甚至对于这些问题，简单规则原本也会明显地产生出一种超乎寻常的良好结果，但我并不能那么肯定，人们会对这个判断，就如同我对那整个时期的判断一样，普遍持相同的看法。

为了对我个人的判断再做补充，我试图在简单规则下，对相对于假设实践的实际实践设计出一些阶段性的客观方法。这尝

试却失败了。我认为，其所以失败的原因是很富于启发性的。这是由于它为“更好和更坏的实践行为”提供行动意义的尝试，表明了如“逆风而动”或“货币供给量的反周期性的变化”等教条并没有确切无误的、具体的内容，虽然这些教条可能得到广泛的赞同。我猜想，这也就是获得如此广泛赞同的唯一原因。每一个人都可以任意地理解这些笼统的陈述。如果有人试图把这些陈述解释为能够用于判断事后的实际实践结果，用来唯一指导未来实践行为的具体准则时，他就会发现，实际上存在着各种各样可供选择的解释，但其中没有一种是可以使人人都满意的，也没有一种解释是可以为人人所同意的。对于这一问题的回答，不论它是否可能比简单规则做得更好，大部分有识之士都会回答“是的”。但进一步的研究表明，在具体选择的那些被视为“更好”的政策方面，会显示出广泛的多样性。在这些政策选择中，如果每一种选择都做得象简单规则那样明确的话，那么我就要怀疑是否真的存在着为任何人所普遍赞同的东西了。

我可以通过粗略地叙述我的意图来对这些评论作最好的详细说明。我月复一月地记录了那些经季节调整的实际货币供给量的增长是否比由4%的稳定增长率所产生的增长更高或更低的情况。接着，我试图根据一个客观的政策准则来区分“正确”方向或“错误”方向的差别。

我试图依据的第一条准则是一条关于“逆风而动”的简单解释，也就是说，货币存量在工商业扩张期间应该以一个比平均增长率低的速度增长，而在工商业减缩期间则应以一个比平均增长率高的速度增长。用这条准则来衡量，从1919年3月到1958年4月完全在和平时期所发生的8个参考周期来看(不包括1938年6月到1945年10月第二次世界大战期间的周期)，实际政策有155个月处于“正确”方向上，有226个月是处于“错误”方向上，

所以，有41％的月份实际的政策是比简单规则“更好”的。根据这条准则，单是第二次世界大战后的这段时间，从结果上看似乎稍微更有利于实际政策：政策有71个月处于“正确”方向上，而有79个月是处于“错误”方向上，因此，有47％的月份实际政策要比简单规则更好。

即使这一政策准则能够被采纳，由于下述三个极为不同的原因，象这样的一些数字也不会成为衡量实践行为的合适尺度。第一，也是最不重要的一点，即假定有一段足够长的时间，这些数字并不计及差异的大小，而只是表示方向问题；第二，更为重要的原因是，这些数字把每个月份分别对待，而不考虑误差的时间连续性，因此也就完全忽略累计的效果——在“错误”方向上的一定数量的误差，可能会有非常不同的结果，因为这些误差在时间上可能是集中的，也可能是分散的；第三，最基本的原因是，假定其结果并不是那么极端的，而且实际政策有50％的时间是处于“正确”方向上。那么，这种情况是否意味着在两种可供选择的政策间进行了一场不分胜负的竞赛呢？完全不是这样。对简单规则的选择涉及到货币供给变化率的易变性问题。如果比分是50比50，则这种易变性仅只是一个造成不稳定的扰乱因素。因此，50比50的比分可能意味着简单规则具有决定性的可取之处——因为任何选择都必须大大超过半数的时间做得更好一些，以抵消由于引入了随机变化而带来的坏处。①

然而，这一政策准则未能被人们所接受。只要一摆脱整个情况的结果，看一看个别月份的比分，这一点就清楚了。根据这一准则，高于4％的货币增长率就被认为是处于如同1933年3

① 对这个问题进行的一个更充分的分析请见拙作“充分就业对经济稳定的影响：一个规范的分析”，《实证经济学论文集》第117—132页。

月到1937年5月那样的错误方向上。但这是荒谬的。经济活动在1933年3月可能已经改变了其运动方向,但货币增长率仍是极为反常的低。的确,要求在周期到达谷值那一刻就转变政策,使之朝着"紧缩"发展的这样一条规则,是不会令人满意的——只要经济状况萧条,那么,"放松"就应该继续下去。处于峰值的对立面——谷值,正好显示出反作用中的一种通货膨胀的不对称现象。认为只要经济状况繁荣,"紧缩"政策就应被继续到顶点到来之后的看法,是很难得到人们的赞同的。然而,如果我们两方面遵循逻辑的话,我们就会对"逆风而动"做出另一种解释,即在经济状况"高于"正常状况的期间,货币供应量应以一个低于平均增长率的速度增长,而在经济状况"低于"正常状况期间,货币存量则应以一个高于平均增长率的速度增长。简单说,我把从中期扩张到中期减缩的这段时间看做是"高于"正常的经济状况 而把从中期减缩到中期扩张的这段时间看做是"低于"正常的经济状况。用这一准则来衡量,实际政策的得分会很高,在整个时期的377个和平月份中,有56%的月份是处于正确方向上,在第二次世界大战以后的149个月份中,有58%的月份也处于"正确"方向上。①

重复一下,我们对逐月打分的审查方法产生了严重的怀疑。例如,在大萧条期间,从1929年8月一直到1931年中期,以及最近几年的一些情况,如从1948年11月的周期峰值到1949年4月,以及从1953年7月的周期峰值到1954年1月,货币增长率都低于正常增长率,但都仍被判为处于"正确"方向上。通过

① 这段时期包括的是从1918年11月—12月到1957年11月—12月,除去1937年11月—12月到1945年6月。以数字表示的结果是,在这全部时间中,有210个月份是处于正确方向上,有167个月份处于错误方向上,1945年后这段时间的情况是,处于正确方向上有87个月,处于错误方向上有62个月。

采用一个不那么机械的“高于”和“低于”正常状况的定义，情况就会得到某些改善，例如收入、或工业生产、或某种商情指数与各自的发展趋势的关系；或者失业或价格与“正常”水平的关系。但究竟应该用哪一个呢？

到目前为止描述的这两个准则，都同意把扩张后半期低于正常的货币存量增长率，减缩后半期高于正常的货币存量增长率划为“正确”方向。两个准则的这个最大的共同特征对于未来政策当然是毫无用处的；但是，这一共同特征至少可用作判断过去实践行为的部分根据。根据这第三条准则，在整个时期的183个和平月份中，有45%的月份是实际政策处于正确方向上。从第二次世界大战结束以来的75个月份中，有55%的月份是处于“正确”方向上。①

但甚至这一共同特征也并非没有例外，如果考虑到货币行动与其发生效果之间的延缓，这就根本不明白，值得把一个低于平均数的货币增长率一直持续到周期的峰值，而把一个高于平均数的货币增长率一直持续到周期的谷值。假如我们能够这样做时，那么，在峰值到来之前松动货币状况而在谷值到来之前紧缩货币状况，就可能是不可取的吗？再重复一次，反作用很可能会展现一种通货膨胀的不对称现象——我们毫不犹豫地赞成在峰值即将到来之时实行货币紧缩，但许多人则可能在谷值到来以前对紧缩的可取之处表示怀疑。

由于不仅要考虑到各种指标，而且要考虑到一种被修改了的“贸易需要”的论点，这就还会出现另外一系列的可能性。人们一直都争辩说，用一个大于正常的货币供给增长率来对付由

① 实际的比数是，在这整个时期中的183个月份中，有83个月份处于“正确”方向上，而在战后时期以来的75个月份中，有41个月份处于“正确”方向上。

非货币力量引起的减缩使得市场充满了流动性，鼓励了在房地产和其他从长远的观点看不能生存的领域进行投资，并刺激了“投机”。这样，就给未来造成了困难。相反的现象据说会在扩张时发生。按照这种观点，适当的货币供给状态将随风而动，但仅仅是温和地变动，至少在缩减的早期阶段要以一个比正常状况低的速度增长，并至少在部分扩张的时候，要以一个比正常状况高的速度增长。

“反周期的货币政策”这个术语本身掩盖着的多样性和模糊性又产生了一些令人费解之处。在对主要波动的评价方面，还是可能存在广泛的一致意见的，但这又能怎么样呢？我推测，回答是，这些意见涉及到巨大的波动，无论这个精确模式被规定成什么，在货币存量的增长率不应该过分偏离长期平均增长率方面，是会有统一的见解的。如果事情正是这样，那么我所建议的简单规则本身就包含着这样一个因素，它对大多数有关货币存量的适当状态的观点都是共同的，其本身就具有某种最大的共同特征。

但是，不论对这一问题是否做这样的解释，有一件事情看来是很清楚的。目前对于我所提出的这个能博得广泛赞同的简单规则，并没有另一种解释较好的替代办法，除非是“让联邦储备系统来做这件事”；但即使有了一种替代办法，也不会有一个得到广泛赞同、明确规定的准则，来对“他们”是否已经将“它”做好做坏作出事后判断。

在归纳这个关于货币的适当存量、状态的讨论时，我打算解释一下科林·克拉克在论述有关自由贸易的原因时曾说的话。象其他院士一样，我也习惯于用迭句，“在理论上是完全正确的，但在实际中却是行不通的”。一般而论，这一说明在逻辑方面有问题以外，在这一例证中，几乎就是他意欲说明的反面是正确

的。对于这个主张按一个常数速率增加货币供给量的简单规则，人们在理论上几乎没有什么可说的。而事实则完全说明，简单规则在实际中是会行得通的。那些希望用改变货币的增长率去抵消其他因素的说法在理论上是颇有说服力的。但实际困难在于，我们并不知道该在什么时候去改变货币增长率，也不知道要改变多少。因此，实际上，偏离简单规则的结果是经济上的不稳定，而不是经济上的稳定。

我想再强调一下，我并不把货币存量的稳定增长看做是一切时代货币政策的全部内容和最终归宿。它只是在我们目前的知识状况下很值得推崇的一条规则。它可以避免和我国过去的记录一直密切结合在一起的那些主要错误。它可以保证美元购买力的长期稳定。但我希望，由于我们在简单规则之下进行活动，我们可以积累更多的经验并学会更充分地去理解货币机制的运行。只要我们这样做了，那么，我们大概就能够设想出可以博得经济学家广泛支持和公众充分理解的控制货币存量的更好规则来。

结　论

在本书的分析过程中，我对改革我国的货币和银行业安排，提出了一系列范围广泛的建议（建议综述附后）。让我们假设沿着这些思路去改革得以实行。那么，人们能够从这些改革中合乎情理地期待些什么呢？

这些改革的主要收获会是：第一，有效地保证抵御主要的货币动乱；第二，明显降低短期的货币不确定性和不稳定性；第三，在分配资本方面为私人的进取精神和事业心赢得更宽阔的余地。这第一点收获，即使不能有效地保证，也可以使我们避免

那些时刻威胁着分裂我们社会结构的重大经济动乱；第二个收获会促使经济活动的短期运动具有更大程度的稳定性，从而为那个成为国家经济政策的主要目标做出贡献；第三个收获会扩大经济自由的范围，并促使更有效地使用资源，不论是为当前的消费，还是为提高我们的经济增长率。

这些都将是很好的成就，但它们并没有提供医治经济问题的一种万应灵药。货币是很重要的，但是用约翰·斯图亚特·穆勒的话说，它只是一个"用来节省时间和劳动的发明"。[①] 还有另外一些不稳定和不确定的根源。毋庸置疑，这些根源将继续给经济活动带来经常性的波动，并不时地给经济调整提出更加严重的问题。货币政策除了是政府的全部政策的一部分之外，更不必说是影响事物进程的更广泛的私人和公共经济安排的一部分。即使我们有限的知识和理解力能允许我们去改进政府在其他领域的政策，某些不确定性和不稳定性也会依然存在。总之，不确定性和不稳定性乃是进步和变化的不可避免的伴随物。它们是一枚硬币的一面，这枚硬币的另一面是自由。

建议综述

一　联邦储备系统方面

1. 建议联邦储备系统运用其公开市场的力量，去造成一个使公众持有的通货和商业银行调整后的存款之总量为4%的年增长率。应当建议联邦储备系统尽可能逐周逐月地保持这一增长率的稳定，并且不使货币存量发生季节性波动。

2. 废除目前联邦储备系统必须保持等于其负债的25%的黄金储备要求。

① 《政治经济学原理》，亚西里版（纽约，1929）第488页。

3. 要求储备系统就其存款负债向成员银行支付一定比率的利息。该利息率应与短期公债的市场收益相一致。同时要求储备系统按成本向成员银行收取支票结算或其他服务的费用。

4. 废除目前联邦储备系统在成员银行可以对定期存款支付的利率上所作的限制，以及废除目前对成员银行规定的不得给活期存款支付利息的禁令。

5. 废除目前对证券的边际需求量的控制。

6. 废除目前联邦储备系统向成员银行发放贷款，为它们贴现票据，以及对私人个体、公司或非联邦公共团体发放贷款的权力。这样，就将消除联邦储备系统规定贴现率或合格准备金要求的一切必要性。

7. 对成员银行的法定准备金和实际准备金的差额课以一系列的罚金。

8. 废除目前联邦储备系统改变成员银行的准备金要求的权力(参见下文三和三1a)。

9. 给予联邦储备系统发行自己债券的权力，特别是在联邦储备系统被授予债务管理职能的时候。

二 财政部方面

1. 取消目前财政部对债务的管理。要求财政部从联邦储备系统获得其所需要的资金，并将其结余存入联邦储备系统。这样就可以把债务管理权集中到一家机构。

1a. 另一种办法是，如果不采取上述步骤，则可按下述步骤修正财政部的债务管理：

(1) 把发行种类减少到两种——即短期国库券和长期债券，比如说8年期的债券。

(2) 定期地或按一定间隔时间经常地发行这两种债券。纵

令不是两周或每月发行一次，最好每周发行一次。

(3)按期并尽可能早地提前公布发行额，并逐次平缓地改变此发行额。

(4)在公共拍卖所单独地出售这两种债券，用拍卖方法让所有的购买者支付同样的价钱。

(5)只要可能，对财政部的交易，要么依靠在商业银行的存款，要么依靠在联邦储备银行的存款，避免资金在这两者之间转移。

2．废除现在按每盎司黄金等于35美元的固定价格买卖黄金的承诺。允许外汇汇率由自由市场决定而不受财政部的干预。

3．废除目前购买白银的条例，取消白银证。在今后10年左右的时间内，按一定比率处理目前的白银存货。

4．回笼美钞并授权联邦储备系统发行小额钞票，这样，现金将基本上由联邦储备系统的钞票和硬币构成。

三　商业银行方面

1．不论活期存款或定期存款采取库存现金的形式或采取存入联邦储备系统的生息存款的形式，均要求银行在吸收存款时，服从于在活期存款提现或支票转帐的情况下，保持等于它们存款负债的100％的准备金。应完全允许自由地进入存款银行业。

1a．另外一种办法是，如果不采取这个步骤，则需修订目前的准备金要求，以便对所有银行和对所有种类的存款的准备金要求统一一致。那样，准备金的定义就包括库存现金和在联邦储备系统的生息存款。这将意味着消除目前在中央储备银行、市立储备银行和乡村银行之间，以及在活期存款和定期存款之

间的准备金要求的区别。

2．废除目前在支付活期存款利息方面的禁令和可能支付的定期存款利率方面的限制(参见以上一4有关成员银行方面的论述)。

[General Information]
SS号=10282849